

Capital & Corporate

/ MAGAZINE

GPF CAPITAL, cinco años después

€700M BAJO GESTIÓN, NUEVO FONDO DE €300M,
PRIMERA OPERACIÓN EN INMOBILIARIO Y EQUIPO
REFORZADO CON NUEVOS FICHAJES

Ignacio Olascoaga, Guillermo Castellanos, Martín Rodríguez-Fraile y Lorenzo Martínez de Albornoz, Socios Fundadores y Directores de GPF Capital.

EN PRIMER PLANO / Íñigo Laspiur



CBRE ha asesorado más de 30 refinanciaci-
ones y reestructuraciones
inmobiliarias por un valor
superior a €10.000M.
El equipo de Real Estate
Investment Banking (REIB)
apuesta porque las claves
en esta crisis serán la
proactividad y la anticipación,
para lo que está reforzando
su asesoramiento en
deuda, refinanciaci-
ones y reestructuraciones.

ENTREVISTA

Suanfarma



Francisco
Fernández

El CEO de la compañía farmacéu-
tica nos avanza los planes de
crecimiento del grupo después de
que el fondo ICG relevara a Proa
como accionista mayoritario.

EN EL FOCO

YIELCO



María
Sanz

La gestora alemana de inversiones
alternativas trabaja con el foco
puesto en España y con vistas a
ofrecer sus productos también a
inversores nacionales.

PwC España, #1 en Deals* en 2019, por octavo año consecutivo

Gracias a todos nuestros clientes
por confiar en nosotros.

Refinitiv (antes Thomson Reuters) Global M&A Review. Full Year 2019 - Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	113
2	Deloitte	74
3	EY	46
4	KPMG	46
5	Santander Corporate Investment Banking	28
6	BDO	24
7	Norgestión	21

Mergermarket Global & Regional M&A Report, 2019 - Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	81
2	Deloitte	47
3	EY	38
4	KPMG	28
5	Santander Corporate Investment Banking	21
6	Arcano	18
7	Citi	16

Dealogic M&A Ranking. Full Year 2019. Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	60
2	Santander Corporate Investment Banking	16
3	JP Morgan	13
4	Deloitte	13
5	EY	13
6	Citi	11

Bloomberg M&A Ranking. Full Year 2019. Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	115
2	EY	42
3	KPMG	31
4	Santander Corporate Investment Banking	26
5	Citi	18
6	Rothschild	15



*Fuentes: Refinitiv (antes Thomson Reuters) Global M&A Review - Financial Advisors - Full year 2019 (Any Spanish Involvement Completed (AF41) and Announced (AD34), rank # of Deals per Advisor). Refinitiv (Thomson Reuters), 2 de enero de 2020; Mergermarket Global & Regional M&A Report, 2019. Financial Advisor League Tables, 2 de enero de 2020; Dealogic M&A database. Ranking announced deals; Full year 2019 final results, 2nd January 2020; Bloomberg M&A database. Ranking announced deals; Full year 2019 final results and Global M&A Market Review, 2019, January 2020.

DIRECTORA

Rocío Casado
rcasado@ifaes.com

EQUIPO DE REDACCIÓN

Ana Alcázar
aalcazar@ifaes.com

SUSCRIPCIONES E INFORMACIÓN

Tel. 902 902 282
Desde el extranjero: + 34 91 761 34 80
ifaes@ifaes.com

PRECIO DE LA SUSCRIPCIÓN

España: € 72 + IVA (4 números)
Europa: € 91

DISEÑO GRÁFICO

José Manuel Tirado

FOTOGRAFÍA PORTADA

Miguel José Jiménez Merida

IMPRESIÓN

Naturprint

**Capital & Corporate**

C/ Avenida de Brasil, 17 - 14º
28020 Madrid
www.capitalcorporate.com
www.ifaes.com

© I.F. Executives, S.L.U.

Reservados todos los derechos.

El contenido de esta publicación no puede ser reproducido ni en todo ni en parte, ni transmitido, ni registrado por ningún sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sin el permiso expreso y escrito de la entidad I.F. Executives, S.L.U.

Déposito legal: M-22710-2007

UNA NUEVA NORMALIDAD INCIERTA, PERO LLENA DE OPORTUNIDADES

¿El 2020 da inicio a una nueva era? Tras tres años consecutivos en volúmenes históricos, el año arrancó con previsiones optimistas para el private equity en España, pero esta crisis sanitaria, que no sistémica, y de naturaleza muy diferente, nos ha devuelto a la realidad de lo importante. A una nueva normalidad incierta y sin precedentes, donde lo prioritario es la salud, la seguridad y las relaciones humanas.

La pandemia por Covid-19 ha transformado de forma imprevista y radical el escenario económico global. Aunque todavía es pronto para conocer su alcance, en tiempos de incertidumbre y trabajo en remoto el gran reto a corto plazo es la supervivencia, y, a medio plazo, la adaptación de los modelos de negocio, anticipando los cambios estructurales de cada industria para entender el impacto real en las compañías participadas y en las carteras. Muchas veces, embarcándose en una profunda transformación que obliga a reinventarse, con trabajo y optimismo. Quienes sepan anticiparse a las nuevas tendencias y hábitos de consumo, y, sobre todo, ver su potencial, serán los vencedores de esta crisis.

El apetito inversor no ha cesado, todo lo contrario, pero durante los próximos meses veremos un desajuste entre los precios ofrecidos y los esperados. En la nueva normalidad empresarial post coronavirus surgirán buenas oportunidades de inversión en empresas con gran potencial de crecimiento. A diferencia de la crisis financiera de 2008, ahora hay liquidez para aprovechar los procesos de consolidación que llegarán y para seguir apoyando a las participadas en sus planes de adquisiciones, expansión internacional y adaptación a la creciente transformación digital. Sin duda, el desarrollo de la industria de servicios financieros cobrará máxima importancia para ayudar a los fondos y a las compañías en esta nueva normalidad que abre las puertas a una etapa diferente.

Nadie duda de que el private equity jugará un papel clave como motor económico en esta crisis. Ya lo fue en la anterior y volverá serlo en este nuevo marco presidido por la incertidumbre. Quizá la clave sea la capacidad de resiliencia del sector para demostrar todo lo bueno que puede aportar a la recuperación económica y social de España en el nuevo mundo post Covid-19, que nos obliga a ser tan fuertes como flexibles para mirar, con optimismo, hacia el futuro. Plantar cara a esta nueva crisis desde la experiencia, aprendiendo de los errores y anticipando amenazas, pero visualizando también las oportunidades.

Rocío Casado

EN PORTADA

GPF Capital, cinco años despuéspág. 10



ENTREVISTApág. 06

Suanfarma analiza sus movimientos tras la entrada de ICG

EN PRIMER PLANOpág. 16

El equipo de CBRE refuerza su línea de asesoramiento en deuda

MERCADOSpág. 18

YIELCO Investments, con el foco puesto en España

DOSSIERpág. 22

Gestión de cartera en tiempos de Covid-19

SECTORIALpág. 32

Infraestructuras de telecom, un mercado en plena maduración

EXPERIENCIApág. 38

Voz Telecom, una nueva aventura de la mano de Gamma

REAL ESTATEpág. 42

Activos alternativos, un nicho rentable en proceso de expansión

VENTURE CAPITALpág. 46

Captar financiación, prueba superada

CONSULTAS LEGALESpág. 50



El momento de anticiparse es ahora.

El equipo de CBRE REIB ha asesorado más de 30 refinanciaciones y reestructuraciones en España por valor de más de 10.000 millones de euros

En CBRE queremos colaborar contigo, porque sabemos que tu experiencia, junto con el conocimiento y la visión de la mayor consultora inmobiliaria del mundo son la mejor receta para el éxito.

¿Trabajamos juntos?

cbre.es/reib | 91 598 19 00

Sigue a CBRE España en:

CBRE



En 2015, Suanfarma dio entrada a Proa Capital para impulsar un ambicioso plan de crecimiento que combinaba la vía orgánica con la integración de grupos complementarios vía build up. Sólo tres años después, el fondo cedía el control de la compañía a ICG para acelerar su expansión e internacionalización. De la mano de los dos private equities, la farmacéutica ha completado cinco adquisiciones a las que sumará una más en los próximos dos ejercicios.



FRANCISCO FERNÁNDEZ
CEO DE SUANFARMA

Suanfarma ha demostrado que la unión del crecimiento orgánico con adquisiciones estratégicas puede dar grandes resultados, ¿cuál es su estrategia corporativa? ¿Qué lugar ocupa el M&A en ella?

Nuestra estrategia parte de la cercanía al cliente y la combinación del crecimiento orgánico e inorgánico. El M&A tiene sentido para nosotros sólo si las adquisiciones que realicemos nos permiten responder a necesidades que ya hemos detectado en el mercado. Lo más importante es que tanto Suanfarma como las compañías que adquirimos crecen más juntas que si hubieran permanecido separadas. Cuando incorporamos una compañía al grupo asumimos una responsabilidad y un compromiso de apoyarla en su desarrollo, por ello nuestra estrategia inorgánica actualmente tiene un alto foco industrial. El M&A es una palanca muy potente para alcanzar nuestros objetivos estratégicos en un plazo más corto. Sin esta vía, los alcanzaríamos mucho más tarde o, simplemente, no llegaríamos a conseguirlos.

En 2018, ICG se hizo con el control de Suanfarma, hasta el momento en

manos de Proa ¿Cómo se llevo a cabo el deal? ¿Cuáles son sus objetivos en esta nueva fase?

Después de una etapa muy exitosa de la mano de Proa, iniciamos con su apoyo un proceso para buscar un socio que nos acompañara en el siguiente reto. Fue un proceso corto, liderado por nuestro accionista mayoritario en ese momento y nuestro fundador, Héctor Ara, que se llevó a cabo con un número muy limitado de candidatos. En una primera fase, que duró tres meses, seleccionamos al socio adecuado para Suanfarma y, posteriormente, se alargó tres meses más para hacer la due

“ Una de las cosas que hemos aprendido del capital riesgo es la buena gestión de la deuda. Actualmente, nuestro ratio deuda financiera neta/ebitda es muy bajo, lo que nos da músculo para afrontar la siguiente inversión ”

diligence. Así, ICG se convirtió en nuestro nuevo accionista mayoritario con el objetivo de acelerar la expansión y la internacionalización del grupo. La flexibilidad de su capital, su tamaño y su amplia experiencia a la hora de ejecutar proyectos de M&A a nivel global hacen de ICG el socio adecuado en esta nueva etapa, junto a Proa.

En efecto, Proa permanece como socio minoritario, ¿no? ¿Qué supone para Suanfarma que el fondo siga confiando en el proyecto en esta nueva aventura?

Así es. Con la entrada de ICG, Proa sigue acompañándonos desde una posición minoritaria. Para nosotros supone un reconocimiento al buen trabajo realizado por la compañía en estos años. Además, creemos que Proa ha disfrutado con el proyecto y de alguna forma quiere seguir vinculado a él. Posiblemente otro motivo de esta estrategia sea que Proa es consciente de que, a través de Suanfarma, está conectado con el sector farmacéutico y el sector salud, un mercado muy atomizado con buenas oportunidades de inversión que hay que seguir de cerca. Creo que todo esto puede hacer que el fondo quiera mantener su presencia en la compañía.

Hace unos meses, adquirieron la italiana Sandoz Industrial Products a Novartis, ¿En qué consistió la operación?

Compramos el 100% de la filial de Sandoz que posee la planta de fabricación de APIs o principios activos destinados a la industria farmacéutica de la localidad transalpina de Rovereto. Como parte del acuerdo, firmamos un contrato de suministro continuo de productos fabricados en Rovereto que son claves para Grupo Novartis, pero, además, dispondremos de la capacidad ociosa de la planta para fabricar productos propios. El deal nos permite ampliar nuestra capacidad industrial e ir transfiriendo a esta nueva fábrica otros productos que queramos producir allí.

¿Qué supone esa alianza para Suanfarma?

Creemos que el acuerdo alcanzando con Novartis supone un potencial eje de crecimiento a futuro. Por un lado, nos da la oportunidad de integrarnos en la cadena de valor de una de las principales farmacéuticas a nivel mundial y, por otro, nos proporciona la posibilidad de demostrarles como trabaja el Grupo Suanfarma. Pensamos que esto nos puede dar opción a desarrollar nuevos proyectos juntos. De hecho, actualmente, ya estamos viendo que surgen nuevas oportunidades de colaboración con ellos.

El mercado italiano es estratégico, pero ¿cómo ha cambiado su presencia en el país tras la operación?

Lo cierto es que el impacto de la adquisición es aún pequeño. La materia prima que se produce en Rovereto tiene otros destinos fuera de Italia, aunque posteriormente vuelve al país para comercializarse en forma de producto terminado, su destino inicial no es la venta interior en el mercado italiano. Creemos que cuando vayamos introduciendo la fabricación de nuevos APIs en

También compraron la colombiana Distribuidora Disándalo, la química catalana Productos Químicos Gonmisol y la navarra Idifarma ¿Qué aportaron estos deals al grupo?

La compra de Distribuidora Disándalo nos ha dado acceso al mercado colombiano en el que teníamos una presencia residual. Gracias a esta compañía pudimos introducir nuestro portfolio de productos en su cartera de clientes de forma muy rápida. Sin esta operación nos hubiera sido muy complicado crear marca en Colom-

ha dado entrada a nuevos clientes europeos y ha supuesto una vía para potenciar el área de APIs del grupo.

¿Cómo han financiado sus adquisiciones? ¿Cómo evoluciona la deuda de Suanfarma?

Principalmente hemos financiado los deals con la aportación de fondos de nuestros socios. Cuando las firmas de private equity entraron en Suanfarma hubo una parte de cash out y otra de cash in que nos ha permitido hacer frente a este proceso de expansión. En momentos puntuales, hemos complementado estos fondos con deuda bancaria. Una de las cosas que hemos aprendido del capital riesgo es la buena gestión de la deuda. Actualmente, nuestro ratio deuda financiera neta/ebitda es muy bajo, lo que nos da músculo para afrontar la siguiente inversión.

En 2015, Proa Capital entró en el accionariado de la compañía a través de una ampliación de capital valorada en €25M, ¿Por qué decidieron abrir el capital a un socio financiero?

En aquel momento nos dimos cuenta de que habíamos detectado oportunidades de mercado que nosotros solos no podíamos abordar por dos motivos. Por un lado, suponían un riesgo que se reducía significativamente si contábamos con un socio que nos apoyara en esa aventura y, por otro, requerían una aportación de fondos con los que no contábamos. Estábamos seguros de que habíamos desarrollado un buen plan estratégico y vimos muy claro que si queríamos hacerlo realidad necesitábamos un socio que nos acompañara aportando fondos y asumiendo parte de riesgo. Ese socio era Proa.

Como hemos visto, Suanfarma ha protagonizado un intenso build up, ¿Cómo ha cambiado la firma en estos años?

Suanfarma ha evolucionado mucho en los últimos años, pero siempre en línea con la filosofía de cercanía al cliente con la que nació el grupo. Las adquisiciones que hemos realizado y el tamaño que nos han permitido alcanzar nos han convertido en un grupo divisional. Hasta la llegada de los fondos de private equity éramos una organización geográfica, pero, dada nuestra dimensión actual, esta estructura dejó de ser operativa. Esto nos llevó a un proceso de revisión interna que culminó con una nueva organización divisional centrada en tres áreas de negocio (APIs, ingredientes nutricionales

"SU FLEXIBILIDAD, TAMAÑO Y EXPERIENCIA EN M&A HACEN DE ICG Y PROA LOS SOCIOS ADECUADOS PARA SUANFARMA"

la planta, el impacto y la presencia de Suanfarma en Italia crecerá.

De la mano de Proa, la compañía realizó cuatro adquisiciones. La más destacada fue la OPA sobre la portuguesa Cipan, ¿no?

Así es. Todas estas operaciones surgieron como resultado de un proceso de identificación de activos estratégicos que pudieran complementar las distintas áreas de Suanfarma. Cipan fue la primera adquisición industrial en la fabricación de principios activos farmacéuticos, hasta ese momento no teníamos presencia en este segmento. Su integración fue muy significativa porque suponía un cambio importante en el ADN del grupo. Nos dotó de una capacidad productiva que nos permitió avanzar desde la distribución a la fabricación de APIs y, por tanto, introdujo en nuestra cultura el componente industrial. En 2016, cuando adquirimos Cipan, la portuguesa fabricaba sólo un principio activo, tenía 70 empleados y estaba a punto de cerrar, actualmente está produciendo 6 APIs y se encuentra cerca de los 200 trabajadores. Para nosotros, es un caso de éxito muy importante por la evolución tan positiva que ha tenido.



bia. Por su parte, Gonmisol supuso un impulso importante para una de las áreas claves del grupo, la distribución de ingredientes nutricionales. Es un negocio que estábamos sólo desarrollando en EE.UU., el principal mercado a nivel mundial de este tipo de productos, y, con la compra de Gonmisol, pudimos dar el salto al mercado europeo. El caso de Idifarma también es muy interesante. Se trata de una compañía que desarrolla formulaciones de producto terminado para farmacéuticas con una cartera de clientes complementaria a la de Suanfarma. Su integración nos

“ Estamos analizando dos oportunidades muy interesantes de las que esperamos materializar al menos una en los próximos dos años, pero nuestro principal objetivo es no descuidar el crecimiento orgánico ”

y división industrial) a las que sumamos dos nuevas divisiones operacionales. Una de ellas incorpora la parte financiera, IT, RR.HH. y legal y la otra se centra en operaciones que dan soporte de forma transversal a todo el grupo. Este cambio nos permite aprovechar al máximo las compras realizadas en los últimos años y estar preparados para la integración de nuevas adquisiciones.

¿Es el capital riesgo un buen compañero de viaje? ¿Qué les ha aportado a lo largo de estos años?

Sin el apoyo de los fondos de private equity no habríamos podido avanzar como lo hemos hecho. Un buen ejemplo es el crecimiento que hemos experimentado desde 2018 con la entrada de IGC en Suanfarma. En ese momento, facturábamos €200M anuales, una cifra que esperamos elevar hasta los €275M a final de 2020. Los fondos complementan nuestra pasión y nuestro conocimiento del negocio ayudándonos en

la toma de decisiones de inversión para ejecutarlas al precio adecuado y en la forma adecuada.

Desde 2015, Suanfarma ha impulsado su internacionalización, principalmente en Europa y Latinoamérica, ¿En qué países están más activos? ¿Tienen previsto abrir nuevos mercados en el futuro?

En lo que a crecimiento inorgánico se refiere, el foco va a estar en Europa. El mercado europeo es una buena oportunidad para desarrollar una estrategia de M&A industrial, especialmente, en un momento como el actual. A nivel global se está viendo que una excesiva dependencia de algunos mercados como China o India es ineficiente. Por otro lado, también tenemos previsto seguir creciendo por la vía orgánica fuera de España. En este sentido, nos estamos centrande en abrir nuevos mercados como China, India, Corea y Japón y, aunque tenemos una presencia importante en

EE.UU., queremos seguir potenciando nuestro crecimiento en el país.

Ahora mismo, ¿dónde tienen puesto el foco? ¿Qué busca Suanfarma en una compañía?

Estamos siguiendo el mercado activamente y ya tenemos alguna adquisición en mente. En concreto, estamos analizando dos oportunidades muy interesantes de las que esperamos materializar al menos una en los próximos dos años, pero nuestro principal objetivo es no descuidar el crecimiento orgánico. Para nosotros, la vía orgánica es un eje importante con el que queremos crecer al menos un 10% anual hasta alcanzar los €350M en dos ejercicios. Lo esencial para Suanfarma es que la compañía que adquiramos nos ayude a cubrir necesidades que hayamos detectado en el mercado. Es decir que nos aporte capacidad industrial para desarrollar o distribuir productos que no se abastecen en el mercado.

Como desarrolladores, fabricantes y distribuidores de la industria farmacéutica, han intensificado su actividad para luchar contra el Covid-19, ¿Cuáles son sus planes de actuación?

Desde el principio desarrollamos un plan de contingencia ante el Covid-19 orientado a salvaguardar la salud de nuestro equipo, de nuestros clientes y mantener la actividad de la compañía. Por el sector en el que operamos, el suministro de principios activos o formulaciones de medicamentos es esencial en un momento en que el mercado no puede permitirse un desabastecimiento. Algunos de los productos que fabricamos se utilizan para tratar el Covid-19 y es imprescindible cuidar la cadena de suministro de las materias primas que utilizamos en las fábricas para que no dejen de producir y seguir suministrando a las farmacéuticas. Somos muy conscientes del papel que desempeñamos y hemos conseguido superar nuestros objetivos.

ÚLTIMAS OPERACIONES DE SUANFARMA

AÑO	EMPRESA	COMPRADOR	VENDEDOR	% ADQUIRIDO (% ALCANZADO)
2019	Sandoz Industrial Products	Suanfarma	Grupo Novartis	100%
2018	Suanfarma	Intermediate Capital Group Ances Muebles e Inmuebles y Famifer 1970	Proa Capital	p. mayoritaria
2017	Productos Químicos Gonmisol (Gonmisol)	Suanfarma		100%
2016	CIPAN	Suanfarma	Familia Alves Bolsa	85% OPA sobre el 15%
2016	Distribuidora Disándalo	Suanfarma		100%
2016	Idifarma Desarrollo Farmacéutico	Suanfarma	Tres entidades de capital riesgo	57,18%
2015	Suanfarma	Proa Capital	Ampliación de Capital	p. mayoritaria



Mvltipartner[®]

Virtual Data Room

QUITA TIEMPO AL TRABAJO, GANA TIEMPO PARA TI



La plataforma digital controlada, rápida y fácil creada para administrar, compartir e intercambiar información confidencial, para todas sus operaciones

Gobierno Corporativo • Inmobiliario • Legal • Industrial • Financiero/Bancario

Fusiones y Adquisiciones

Salidas a bolsa

Due Diligence

Consejo de administración

Venta y valoración de carteras inmobiliarias

Transacciones societarias

Procesos concursales y reestructuraciones

I&D y Propiedad intelectual

Espacios virtuales seguros de trabajo colaborativo

Private Equity

Fundraising

Non-Performing Loan Sales

www.mvltipartner.com

→ Su evolución es poco habitual. Con apenas cinco años de vida, GPF Capital suma €700M bajo gestión tras haber levantado su tercer fondo de €300M enfocado en el segmento de la pequeña y mediana empresa con flexibilidad total en el horizonte temporal y capacidad de asumir inversiones fuera de España. Con el apoyo de sus inversores internacionales -empresarios y family offices de 15 países de EE.UU., Europa y Latinoamérica- y su particular enfoque, espera poder cristalizar todo el potencial de cada una de sus participadas. En paralelo, la gestora ha reforzado su equipo con perfiles especializados para apoyar la cartera y ha diversificado su estrategia desarrollando un fondo específico de Real Estate, con el que a principios de año ha comprado el Edificio Axis de Norman Foster en la Plaza Colón de Madrid.

GPF CAPITAL, cinco años después:

€700M BAJO GESTIÓN, NUEVO FONDO DE €300M,
EQUIPO REFORZADO CON NUEVOS FICHAJES Y
PRIMERA OPERACIÓN EN INMOBILIARIO

Acaban de cerrar su tercer fondo de €300M tras finalizar el período de inversión de GPF II, lanzado en 2017 con €200M, ¿este nuevo vehículo supone su consolidación? ¿Están cumpliendo los objetivos y retos que se marcaron al iniciar su actividad hace cinco años?

No lo consideramos en términos de consolidación. Si acaso como una primera confirmación de que nuestro modelo de fondos capitalizados íntegramente por familias que buscan ayudar a otras familias en el crecimiento de sus empresas tiene mucho sentido. Sentimos que estamos todavía muy cerca del comienzo y de nuestro origen y muy lejos de nuestros objetivos como firma a largo plazo, donde tenemos extraordinarias referencias en España de las que aprendemos cada día. Estamos satisfechos con nuestra trayectoria, pero plenamente conscientes de que ésta es una industria de largo plazo y que queda muchísimo trabajo por delante para poder sacar conclusiones definitivas.

Nos consta que el fundraising de GPF Capital III Partnership Fund ha sido extraordinariamente rápido, ¿han ampliado su base inversora respecto a GPF I y GPF II?

Tenemos la suerte de contar en GPF III con el respaldo de los mismos inversores de GPF I y GPF II. Esta confianza reduce muchísimo los plazos de levantamiento de capital lo que, a su vez, nos vuelve muy competitivos en el mercado, permitiéndonos dedicar todo nuestro tiempo y esfuerzos en las áreas de inver-

sión. En cada fondo, sumamos alguna familia nueva que aporta algún ángulo estratégico al grupo, vocación de inversión a largo plazo y capacidad de recurrencia para seguir creciendo juntos en sucesivos fondos de manera muy eficiente.

Con su tercer fondo invertirán también fuera de España con un objetivo temporal más amplio, ¿qué porcentaje se invertirá fuera de España? ¿Lo harán de la mano de sus LPs, como family offices internacionales invertidos en sus fondos?

Invertiremos fuera de España un máximo del 20% de GPF III y sólo si se presentan las oportunidades adecuadas. Son nuestros propios inversores internacionales, empresarios y family offices provenientes de 15 países (EE.UU., Europa y LatAm) quienes nos aportan este pipeline global y, por tanto, consideraremos dichas inversiones de su mano. Hasta la fecha hemos estado restringidos y no hemos podido aprovechar oportunidades en las que nos habían invitado a participar.

Han irrumpido en Real Estate con la compra del Edificio Axis, en Plaza de Colón de Madrid y lanzado un fondo paralelo, GPF Capital III Real Estate Fund, ¿cuál es su particular enfoque en el negocio inmobiliario? ¿Prevén desarrollar un portfolio diversificado en varias clases de activos?

“ En cada fondo, sumamos alguna familia nueva que aporta un ángulo estratégico, vocación de inversión a largo plazo y capacidad de recurrencia para seguir creciendo juntos en sucesivos fondos de forma muy eficiente ”

Ignacio Olascoaga, Guillermo Castellanos, Martín Rodríguez-Fraile y Lorenzo Martínez de Albornoz,
Socios Fundadores y Directores de GPF Capital



Efectivamente tenemos distintas fuentes de capital. Mientras que la adquisición de Edificio Axis tuvo un perfil de inversión más patrimonial, el fondo GPF Capital III Partnership Real Estate Fund tiene una expectativa de retorno similar al private equity, invirtiendo en activos sobre los que generar valor a medio plazo que nos permitan cubrir una parte importante del mercado. Y, en paralelo, seguimos muy interesados en operaciones del perfil de Edificio Axis, ya que no sólo permiten crear valor para el inversor, sino que la regeneración de edificios en ubicaciones céntricas de las grandes ciudades transforman la ciudad, permitiendo espacios renovados y favorecen la economía por la creación de puestos de trabajo a su alrededor.

El Real Estate es un sector refugio que creemos va a generar retornos interesantes en los próximos años. Hablar ahora de perfiles de activos o nichos de mercado es todavía difícil, ya que, a corto plazo, pueden surgir oportunidades en distintos sectores por la necesidad de los propietarios de obtener liquidez o el interés de gestores experimentados en crecer exponencialmente con una inyección de capital nueva. Por el camino,

creemos que la recuperación va a ser asimétrica con sectores que van a sufrir durante más tiempo que otros. Por ello, invertiremos en aquellos activos cuyos fundamentales sean positivos, aunque a corto plazo su demanda se haya visto afectada. Esta situación para inversores de largo plazo como nosotros puede cristalizar en retornos muy atractivos.

En la puja por el Edificio Axis, diseñado por Norman Foster, desbancaron a algunas de las grandes sociedades inmobiliarias en España ¿Cómo fue el proceso y qué les atrajo de este activo, con el que han debutado en real estate?

Nos interesamos por el activo y tuvimos la iniciativa de llamar directamente al propietario, anticipándonos a un futuro proceso competitivo. Fuimos capaces de cerrar la adquisición porque al vendedor le resultamos un comprador creíble y solvente y por cumplir con nuestro compromiso de agilidad y ejecución en fechas muy complicadas (Navidad de 2019). El mayor atractivo de la operación ha sido el perfil del arrendatario y su contrato a largo plazo, especialmente relevante a la luz de las enseñanzas del Covid-19.

“ Estamos muy centrados en la gestión de participadas, con muchos add-ons encima de la mesa, y acabamos de firmar también nuevas oportunidades en industrias y empresas ganadoras post-Covid ”

Una de sus prioridades actuales es estar al lado de las participadas y acompañarlas durante el duro embate del coronavirus, ¿cómo están dotando a sus participadas de la liquidez adecuada? ¿Han diseñado y ejecutado planes de contingencia en la cartera?

En un entorno de dificultades en España y a nivel global, creemos que nuestra tesis de inversión se está probando muy resiliente en estos momentos por las siguientes razones. En primer lugar, invertimos en compañías sólidas,



ASÍ SERÁ EL
EDIFICIO AXIS
EN MADRID

“ Las adquisiciones por partida doble nos gustan mucho. Son modelos que hemos desarrollado en el negocio de cítricos (Fruxeresa y Frutas Naturales) y de higiene personal y cuidado del hogar (Quimi Romar-Envasados Xiomara) y que esperamos replicar con el tercer fondo ”

con muchos años de historia cada una, con equipos de gestión participes en el accionariado, modelos de negocio muy probados en épocas recientes de crisis, generadoras de caja, etc. Y, en segundo lugar, nuestra tesis de poco apalancamiento y modelos de negocio sostenibles en el largo plazo se muestran fundamentales permitiendo que estas crisis sean más un coste de oportunidad de unos meses con menores ingresos que un riesgo de descarrilamiento de nuestras inversiones. Y, por último, nuestros horizontes temporales se amoldan bien a estas crisis y tenemos la flexibilidad de posponer las salidas si hiciera falta. Gracias a todo lo anterior, en aquellos sectores más afectados, no anticipamos

que ninguna compañía de nuestro portafolio tenga problemas de subsistencia en los casos más pesimistas ni contemplamos siquiera que ninguna requiera de nuevas aportaciones de capital. Adicionalmente, tenemos la suerte de que nuestras principales inversiones están siendo positivamente impactadas por el Covid. En cualquier caso, estamos muy centrados en la gestión de participadas, con muchos add-ons encima de la mesa para consolidar sus sectores, habiendo también firmado recientemente nuevas oportunidades en industrias y empresas ganadoras post-Covid.

Precisamente, han reforzado su equipo con nuevos fichajes complementarios dedicados a apoyar las participadas en cartera: ¿qué perfiles especializados han incorporado? ¿Está totalmente configurado el nuevo equipo, liderado por Ramón Azpiroz como Director Industrial de GPF Capital?

Efectivamente, estamos reforzando el equipo con nuevos fichajes para tratar de profundizar en un modelo de colaboración aún más directo con las participadas. Estamos incorporando perfiles con amplia experiencia en dos campos específicos: operaciones/procesos, con experiencia en gestión directa del proceso industrial y logístico en multinacionales; y área financiera, con experiencia tanto en auditoría como en gestión directa de departamentos financieros en mediana empresa para continuar desarrollando modelos de reporting e indicadores de gestión que permitan un proceso de mejora continua y análisis y ejecución de nuevas inversiones. Nuestro objetivo es identificar las oportunidades que impliquen las mayores mejoras de rentabilidad en el menor tiempo posible.

Con apenas cinco años de vida han mostrado un elevado ritmo de inversión y ejecución y están innovando con estrategias diferenciales, ¿tenían claro que había que introducir cambios en el modelo tradicional de la industria y eliminar restricciones habituales?

Correcto. Participamos y analizamos durante muchos años el mercado de private equity global, tratando de aprender de las mejores firmas para, después, crear GPF Capital, diferenciándonos y uniendo todas las piezas que nos resultaban más interesantes. Seguimos encontrando oportunidades en el segmento de la pequeña y mediana empresa y estamos convencidos de que podemos aportar un valor diferencial.

ÚLTIMAS OPERACIONES DE GPF CAPITAL

AÑO	EMPRESA/ACTIVO	COMPRADOR	TIPO DE TRANSACCIÓN	SECTOR
2020	Edificio Axis Madrid	GPF Capital Real Estate	Regeneración edificio (Madrid)	Inmobiliario
2020	Autingo	GPF Capital II	Add on	Mecánica y recambios automóvil
2019	Fruxeresa y Frutas Naturales	GPF Capital II	Consolidación (operación por partida doble)	Cítricos
2019	Quimi Romar y Envasado Xiomara	GPF Capital II	Consolidación (operación por partida doble)	Cuidado personal y del hogar
2019	Gestair	GPF Capital II	Secondary Buyout (compra a Nazca Capital)	Aviación privada
2019	Golderos	GPF Capital II	Reemplazo	Industrial
2018	Motortown	GPF Capital I	Add on con Aurgi	Mecánica y recambios automóvil
2018	Grupo Malasa y Grupo Noa	GPF Capital II	Reemplazo y add on	Manufacturero (mobiliario)
2018	Grupo EDT	GPF Capital II	Reemplazo	Agencia de eventos deportivos
2017	Acuntia	GPF Capital I	Secondary Buyout (venta a Grupo Vinci)	TIC
2017	La Flauta	GPF Capital I	Reemplazo	Restauración
2017	Grupo Pachá	GPF Capital I	Reemplazo	Turismo-Ocio
2017	Vicarli	GPF Capital I	Reemplazo	Logística y transporte



N NORGESTION

- **CORPORATE FINANCE**
- **TAX & LEGAL**
- **CONSULTORÍA Y GESTIÓN**

Ofrecemos a las empresas un servicio integral y multidisciplinar de asesoramiento para la gestión y dirección de sus negocios y finanzas. Tanto en España como a nivel internacional.

La filosofía que nos guía, desde hace más de 40 años, es la de exigirnos la máxima involucración con los objetivos de nuestros clientes. La calidad, la profesionalidad y el compromiso son las cualidades que nos definen.

www.norgestion.com

Somos socios fundadores de:



¿Cómo impactará el Covid-19 al private equity en España? ¿Las características propias del asset class, como inversor a largo plazo, su capital humano (equipos profesionales) y recursos disponibles (dry powder) pueden ser grandes fortalezas para que el sector salga reforzado de esta crisis?

Al no haberse vivido nunca una situación como la actual, la incertidumbre sobre sus efectos en la economía y en nuestro sector dificultarán el ritmo de inversión y la valoración de las operaciones. La percepción de riesgo del comprador va a hacer que exija una mayor rentabilidad, que puede distar de las expectativas de precio del vendedor. Este posible distanciamiento en precios, la precaución de los inversores que quieren mantener niveles altos de liquidez y el impacto también de la banca, que va a ser más restrictiva en sus financiaciones, implicará un menor volumen de transacciones y, posiblemente, unos periodos más largos de negociación. Sin duda, el sector de capital privado está en una posición única para ayudar a impulsar la recuperación económica y social de España, hasta el punto de poder considerar que nuestro sector es uno de los esenciales para la recuperación del país.

El ejercicio 2019 ha sido un año muy positivo para GPF Capital con un total de 7 deals y dos operaciones de compra simultáneas por partida doble y realizadas en paralelo, ¿cómo están viendo este año 2020? ¿Han seguido encontrando oportunidades de inversión interesantes, tanto de growth capital como buyouts?

Durante diciembre de 2019 también levantamos GPF III, fue un año muy intenso. El 2020 lo hemos arrancado con un nivel de actividad comparable al de 2019 y confiamos en ser capaces de cerrar un número relevante de operaciones que ya están en fase de due diligence a pesar de las complicaciones del Covid. Ambas inversiones, realizadas en paralelo para su integración, tanto en el negocio de cítricos (Fruxeresa y Frutas Naturales) como de higiene personal y cuidado del hogar (Quimi-Romar-Envasados Xiomara) son operaciones tan complejas como rentables. Esperamos poder repetir pronto.

¿Cuáles son las claves del éxito de estas adquisiciones por partida doble?

Nos encanta este modelo que, además, da la casualidad de que lo hemos ejecutado en dos sectores que han crecido sustancialmente durante el Covid-19. Encontramos una empresa que

UN ENFOQUE DIFERENCIAL

GPF Capital irrumpió en el mercado en 2015 con un enfoque innovador y una base inversora de perfiles destacados del tejido empresarial y financiero. Actualmente, gestiona €700M entre los fondos GPF Capital I, GPF Capital II, GPF Capital III Partnership Fund y su nuevo vehículo inmobiliario, GPF Capital III Partnership Real Estate Fund.

Su novedoso enfoque en pymes españolas y su modelo de fondos capitalizados íntegramente por familias con vocación de apoyar el crecimiento de las compañías ha funcionado, permitiendo lanzar nuevos vehículos de forma muy rápida y eficiente.

Tras un ejercicio 2019 muy positivo e intenso, con un total de 7 deals cerrados y el lanzamiento de su tercer fondo (GPF Capital III) en el último trimestre del año, la gestora ha iniciado 2020 con un número relevante de operaciones en fase de due diligence, tanto nuevas inversiones como add-ons para sus participadas en cartera.

nos gusta y juntos buscamos otra muy complementaria. Efectivamente, son operaciones complejas y que llevan muchísimo trabajo pero, a la vez, te permiten profundizar mucho en cada empresa, sus equipos gestores y la industria en la que operan, y salir del cierre en el notario con mucho tiempo ganado para implementar el plan acordado. Esperamos ser capaces de hacer más operaciones de este tipo. En conjunto, hemos cerrado 20 transacciones en sectores variados. Los denominadores comunes de esas inversiones son modelos de negocio probados en crisis y sostenibles en el largo plazo, compañías generadoras de caja, equipos gestores probados y alineados medianamente su inversión, valoraciones atractivas y bajo apalancamiento.



“ El mayor atractivo de la compra de Edificio Axis fue el perfil del arrendatario y su contrato a largo plazo, especialmente relevante a la luz de las enseñanzas del Covid-19 ”

Han cerrado también secondary buyouts significativos como la compra de Gestair a Nazca Capital, la de Acuntia a Corpfin o la de Quimi Romar a Realza, ¿los equipos gestores continúan?

Lo cierto es que estamos teniendo un extraordinario recorrido en esas empresas, algo que habla muy bien de ellas y también de sus anteriores accionistas. Respecto a los gestores, siempre apostamos por los que están. Si no nos convencen, buscamos otra oportunidad. En cualquier inversión de GPF Capital, el equipo humano de gestión es, sin duda, una pieza indispensable.

OPORTUNIDADES, FORTALEZAS Y RETOS EL DÍA DESPUÉS:

“El private equity es parte de la solución a esta crisis”



El private equity será parte de la solución en la recuperación post-coronavirus. Ya lo fue en la crisis financiera anterior y volverá serlo en esta “nueva normalidad” presidida por la incertidumbre. Las oportunidades para los fondos pasarán no sólo por aportar capital y financiación extra para futuras compras, sino también en procesos de carve out, operaciones de Public To Private (PtoP) y de consolidación sectorial. Soluciones diferenciales en las que el capital privado actuará como compañero de viaje y aliado estratégico de las compañías.

La pandemia por Covid-19 ha transformado de forma imprevista y radical el escenario económico global. Su irrupción ha provocado una crisis de índole muy diferente a las anteriores que, en el caso del private equity en España, llega después de tres años consecutivos en volúmenes históricos, igualando a los principales mercados europeos en términos de inversión anual sobre el PIB. La industria se enfrenta a esta crisis en un estadio mucho más maduro y consolidado, con una posición más relevante tanto en “funding” como en oportunidades de consolidación y build ups.

El sector ha resistido las crisis financieras pasadas y cuenta con la experiencia, la capacidad de innovación y de recuperación necesarias para superar esta interrupción sin precedentes. Sus características propias pueden convertirse ahora en grandes fortalezas. Su visión a largo plazo, gestión activa y la disponibilidad de recursos, junto al talento de los equipos y la experiencia acumulada podrán ponerse en valor en la recuperación económica. El importante volumen de dry powder -\$2trillion a nivel mundial y unos €4.000M disponibles en España-, junto a la gran oferta en deuda y la capacidad de innovar permitirán aportar soluciones ad hoc para las compañías en su crecimiento y consolidación, impulsando sus planes de adquisiciones, su expansión internacional y la adaptación a un nuevo entorno de mercado de creciente transformación digital.

FOCO ACTUAL: CONTINUIDAD Y GESTIÓN DE CARTERA

Como la mayoría de las empresas, la industria de private equity está muy focalizada en la continuidad del negocio de sus participadas, especial-

siderando el dinamismo del cambio, pero sin perder el foco en perseguir activamente las mejores oportunidades que puedan surgir. En este sentido, la fijación de precios de los activos seguirá siendo un desafío hasta

aunque más tardía en España. Es el caso, por ejemplo, de operaciones de carve out y spin-offs de grandes corporaciones, planificando y ejecutando la segregación de activos y negocios no estratégicos con los que las compañías pueden reducir su deuda vía desinversiones. Y, por supuesto, en procesos de concentración sectorial vía build up, donde el conocimiento y la experiencia del private equity pueden aportar un gran valor construyendo plataformas muy atractivas y liderando una consolidación necesaria. Otro punto relevante serán las operaciones de PtoP para sacar compañías de Bolsa de gran valor a precios ajustados. Una oportunidad para los grandes fondos y para las propias cotizadas, que podrán así operar a medio y largo plazo sin la volatilidad de los mercados de capitales.

La capacidad mostrada por los fondos, empresas y asesores para adaptarse a nuevas formas de trabajar en remoto, con una interacción cara a cara muy reducida, también ha sido



“ Habrá oportunidades atractivas para el private equity en carve outs, operaciones de PtoP y en procesos de consolidación sectorial ”

GUILLERMO PADILLA,
Socio Responsable del Departamento de Deal Strategy de KPMG en España

mente en la búsqueda de financiación y de liquidez. Todos los fondos están centrados en trabajar estrechamente con sus participadas, sin dejar de seguir muy de cerca las oportunidades de inversión que puedan surgir en sectores interesantes a largo plazo.

En estas circunstancias, la prioridad es gestionar el circulante, elaborando planes de contingencia y de continuidad, centrándose en la generación de liquidez y apalancándose en instrumentos gubernamentales como las líneas ICO, identificando muy claramente los riesgos y ayudando a las compañías a adaptar sus planes de crecimiento a las nuevas necesidades surgidas en tiempos del Covid. Las respuestas tienen que ser rápidas con-

que se comprendan mejor los efectos financieros, operativos y humanos del Covid-19. Probablemente, habrá un periodo de ajuste de valoraciones hasta superar el desfase entre los precios ofrecidos y los esperados.

BÚSQUEDA DE NUEVAS OPORTUNIDADES Y EXITS

Aún con todo, se siguen ejecutando operaciones y trabajando en los procesos de forma más pausada y cercana. Las circunstancias donde los fondos podrán ser aliados relevantes de las compañías serán numerosas y variadas. Ya lo vimos en la crisis anterior, cuando la cosecha de inversión de 2009 fue considerada una de las mejores a nivel mundial,

relevante, dada la dependencia de los viajes y de las reuniones presencial. En definitiva, el private equity es hoy más fuerte en España que en la anterior crisis financiera. Las gestoras y fondos han ganado en sofisticación y han demostrado su agilidad para afrontar las distintas fases del ciclo económico. Ante la crisis producida por el Covid19, serán parte de la solución y una de las palancas de la recuperación, ayudando a reactivar la economía y a preservar el tejido empresarial como aliado estratégico de las compañías participadas, tanto las presentes como las futuras, reorientando y fortaleciendo sus planes de negocio.



Es momento de anticiparse. La proactividad en la gestión de los balances será clave para el sector inmobiliario en esta crisis. Las soluciones de refinanciación y reestructuración, unidas al desarrollo de planes de negocio individualizados, permitirán al sector no sólo sobrevivir, sino afrontar la transformación financiera y operativa necesarias para adaptarse al nuevo escenario y seguir creciendo. En la última década, CBRE ha asesorado más de 30 refinanciaciones y reestructuraciones de real estate por un valor superior a €10.000M. Su equipo de Real Estate Investment Banking (REIB), liderado por Íñigo Laspiur, Pablo Callejo e Ignacio Matiaci, está reforzando su línea de asesoramiento en deuda, refinanciaciones y reestructuraciones para seguir ofreciendo soluciones financieras sofisticadas, individualizadas y muy especializadas.



Íñigo Laspiur

Co-Head of CBRE Real Estate Investment Banking (REIB)

CBRE

“Las claves de esta crisis serán la proactividad y la anticipación”

El sector inmobiliario atraviesa, como el resto, un momento excepcional, ¿el impacto del shock en la demanda será estructural?

Estamos ante un fenómeno global, que afecta al modo en que trabajamos, consumimos y compramos y que tendrá repercusiones en los balances de las empresas del sector inmobiliario, especialmente en aquellas más sensibles a los hábitos de los consumidores o con modelos de negocio más expuestos a ingresos recurrentes, como el retail, hoteles y sectores alternativos, como residencias de estudiantes o gimnasios. Como en la crisis anterior, vamos a pasar de un modelo de expansión a otro de mayor contención, refinanciación y preparación para una dinámica de mercado distinta. Durante unos meses, veremos impactos considerables en las cuentas financieras y en las entradas de caja que podrían acabar por deteriorar la solvencia de un número importante de compañías. Ante esta situación, es imprescindible

adoptar una actitud defensiva y priorizar la gestión de los balances. Creemos que una de las claves para el sector inmobiliario en la coyuntura actual será, sin duda, la proactividad. La reestructuración o refinanciación de la deuda, incluso cuando no haya un riesgo inminente o una situación crítica, puede servir para evitar situaciones extremas de impago que acaben generando un problema al sistema bancario o a los acreedores con carteras de activos que necesiten colocar en el mercado a precios oportunistas como ocurrió en 2008, provocando finalmente una crisis sistémica. Por eso, creemos que un acercamiento proactivo, profesionalizado y rápido a las entidades financieras puede marcar importantes diferencias en la obtención de las mejores soluciones de refinanciación y de reestructuración.

¿Las empresas necesitan soluciones financieras más personalizadas y alineadas con sus planes de negocio?

Si duda. Actualmente, las empresas están priorizando la gestión de sus balances y revisando sus fuentes de financiación para aumentar su liquidez. El sector todavía tiene una gran dependencia de la financiación bancaria. En concreto, de los c. €100.000M de deuda inmobiliaria en España a diciembre de 2019, un 49% procedía de la banca nacional, un 25% de la banca internacional, un 15% de financiación alternativa y un 11% de renta fija. En términos de fondos de deuda, hay prestados al mercado cerca de €2.500M. Obviamente, la penetración de la financiación alternativa ha crecido España pero todavía estamos bastante lejos de países como EE.UU., donde la banca tradicional apenas supone cerca del 35%. Estamos convencidos de que el sector inmobiliario tendrá que diversificar la financiación del balance y optar por fuentes alternativas como las que ofrecen los fondos de deuda o el mercado de bonos. Tenemos que ver, con los nuevos modelos de ingresos, cuáles son las mejores combinaciones de estructuras de balance y de fondos ajenos para cada compañía y dotar a las empresas de gasolina para, en primer lugar, sobrevivir y, después, seguir creciendo conforme la situación se normalice. Por estos motivos, resulta esencial contar con un equipo asesor integral, que combine talento, capacidades y experiencia en la estructuración de sofisticadas soluciones financieras y con una alta especialización

en la gestión de los activos inmobiliarios, especialmente aquellos de carácter operacional. En CBRE contamos con una línea de asesoramiento especializada en operaciones de deuda, refinanciaciones y reestructuraciones dentro de nuestro equipo de Real Estate Investment Banking (REIB) que ahora estamos reforzando. Un equipo multidisciplinar integrado por más de 20 profesionales en España, que combina experiencia en banca de inversión con conocimiento sectorial y que durante la última década ha asesorado más de 30 refinanciaciones y reestructuraciones por un importe superior a €10.000M.

Tanto las empresas como los inversores requieren un enfoque de asesoramiento distinto al tradicional?

Así es. El enfoque tradicional de asesoramiento, basado únicamente en el conocimiento de los instrumentos financieros, no funcionará en esta coyuntura, ya que, a diferencia de la crisis financiera anterior, no estamos hablando de suelos o de promociones inactivas que pasan de un balance a otro, sino de activos vivos con una operativa compleja y, además, sometidos a situaciones de tensión para la que no existen hojas de ruta prediseñadas. Por eso, junto a esas soluciones de refinanciación y reestructuración, resultará imprescindible desarrollar planes de negocio especializados e individualizados. Ya no se trata únicamente de sobrevivir, sino de afrontar la necesaria transformación financiera y operativa para adaptarse a una nueva realidad de mercado surgida tras varios años de ciclo alcista. Una dinámica del sector muy distinta.

En general, ¿en qué términos y condiciones financia la banca tradicional?

En general, está siendo más cautelosa, asumiendo menores riesgos y apalancando menos las operaciones. Si antes financiaban el 60% del loan to value (LTV) -porcentaje del valor del activo cubierto por el préstamo- en términos generales, han bajado a una ratio promedio del 50-55% y sólo financian proyectos con mucha viabilidad y riesgo reducido. En este sentido, los fondos de deuda son mucho más flexibles y conceden apalancamientos mucho mayores, por lo que pueden ser una alternativa interesante para las compañías de cara a aquellas operaciones que la banca tradicional no puede proveer.

¿Qué fases distintas veremos en las refinanciaciones y en las reestructuraciones de esta crisis? ¿Cuál es su previsión?

Actualmente, la banca está siendo muy dinámica en el apoyo a las empresas, ya

sea a través de sus propias herramientas y soluciones de liquidez o financiación como, principalmente, a través de la gestión de las líneas de crédito con aval del ICO. Estamos convencidos de que aprovechar este momento será clave, ya que prevemos una segunda fase en la que, una vez se terminen las ayudas del ICO, muchas empresas tendrán que hacer frente a un importante volumen de vencimientos de deuda en una situación de mayor endeudamiento y de menor solvencia. Y, además, con la incertidumbre añadida de que, previsiblemente, la banca ya no estará en una posición tan dinámica. Por otro lado, en esta segunda fase, las operaciones más complejas de reestructuración pueden llegar a colapsar los comités de riesgos de las entidades financieras. En la anterior crisis teníamos cerca de 50 entidades financieras en España y ahora, en la práctica, quedan cinco o seis. Esto hará que los Comités de Riesgo de los bancos no puedan, obviamente, atender todas las necesidades financieras de las compañías. En este sentido, recomendamos a las em-

presas anticiparse a esta situación, reordenando sus balances con sus acreedores con una visión a largo plazo y acumulando liquidez, potencialmente con fuentes alternativas de financiación como los fondos de deuda, que cuentan con una gran liquidez e interés por entrar en el mercado inmobiliario español. Hemos identificado cerca de 80 fondos de deuda que están analizando el mercado inmobiliario español en busca de oportunidades.

¿Qué otras fuentes de liquidez junto a los fondos de deuda se combinarán en la estructuración a largo plazo del pasivo?

Aquí entran en juego la venta de activos no estratégicos, la recapitalización vía entrada de socios, operaciones de "sale and lease back" o escisión de la sociedad en OPCO y PROPCO, poniendo en valor ésta última bajo diferentes estructuras de propiedad, de gestión y de flujos de ingresos. Desde CBRE consideramos que la acumulación de liquidez tiene mucho valor en estos momentos, ya sea como medida defensiva frente a la crisis o, en su caso, para acometer el proceso de consolidación que esperamos en sectores como el hotelero. Las compañías que consigan una mayor solidez en sus balances pueden salir muy reforzadas de la crisis actual.

Los activos inmobiliarios operacionales, más afectados, requieren un asesoramiento mucho más especializado?

Obviamente, no todos los segmentos serán igual de sensibles a la crisis. Existen notables diferencias entre, por ejemplo, el retail o el hotelero, más afectados, y el sector logístico, que presenta más oportunidades por el comercio electrónico. En general, los activos inmobiliarios operacionales pueden verse más intensamente impactados por el shock en la demanda y el cambio súbito de los consumidores. De hecho, estos últimos años han aumentado considerablemente las asignaciones de capital a este tipo de activos, lo que, a su vez, ha impulsado la demanda de servicios especializados en asesoramiento de deuda para modelos de negocio inmobiliario más expuestos a ingresos recurrentes. Por eso, recomendamos un acercamiento proactivo, profesionalizado y rápido a las entidades financieras con una visión a largo plazo. Estamos convencidos de que puede marcar importantes diferencias en la obtención de las mejores soluciones de refinanciación y de reestructuración y que, además, permitirá anticiparse a un potencial alargamiento de la crisis pudiendo afrontarlo con un balance más sólido.

“ El sector inmobiliario necesita diversificarse y optar por fuentes alternativas como los fondos de deuda o el mercado de bonos ”



Ignacio Maticci
Director of
Restructuring and
Debt Advisory



Pablo Callejo
Co-Head of CBRE REIB

La gestora alemana YIELCO, especializada en inversiones alternativas y con €5.000M bajo gestión, invierte en fondos españoles dentro de sus tres estrategias de private equity, private debt e infraestructuras. En 2019 lanzó un fondo FCR, que invierte en paralelo a uno de sus vehículos de private equity norteamericanos. En su opinión, los positivos datos de fundraising de los últimos años reflejan la calidad de los gestores españoles, junto al atractivo y el potencial del mercado. Y, pese al inevitable impacto de la pandemia, más profundo que en otros países europeos, si las carteras nacionales logran superar la crisis actual con retornos positivos, el interés por España será incluso mayor en el futuro.



MARÍA SANZ GARCÍA,
Managing Director de
YIELCO INVESTMENTS

vierte en paralelo a uno de nuestros fondos de private equity norteamericanos con estructura en Luxemburgo.

¿Qué recursos tienen bajo gestión a través de sus fondos de fondos y managed accounts?

Con un equipo de 40 profesionales, actualmente YIELCO tiene un patrimonio asesorado de €5.000M de inversores institucionales a través de fondos de fondos, fondos de co-inversión y mandatos a medida, en las tres clases de activos: infraestructuras, private debt y private equity. Nuestros inversores son, en su mayoría, aseguradoras, fondos de pensiones y family offices alemanes, aunque desde hace un par de años estamos aumentando el número de inversores de fuera de Alemania. Además, en enero de este año abrimos una oficina en Suiza, que cuenta con cinco profesionales.

Su incorporación al equipo directivo como co-directora de los programas de private equity en 2018 reforzó el interés de YIELCO por España...

Desde que empecé a trabajar en private equity hace más de 15 años siempre he estado en contacto con gestores españoles y he podido invertir con muchos de ellos. Con mi llegada a YIELCO hemos continuado invirtiendo en España, tanto en fondos de private equity como en otros de private debt y de infraestructuras. De hecho, en nuestro último fondo

“La calidad de los gestores españoles en inversiones alternativas supera al de muchos países europeos”

¿Desde cuándo sigue YIELCO el mercado español? ¿Cómo han visto su desarrollo durante estos últimos años?

La historia de YIELCO se inició en 2011 con la creación de productos de inversión alternativa en private debt e infraestructuras. De ahí el nombre, porque ambos activos son “Yielding Assets” enfocados en principio a inversores institucionales alemanes dentro de un marco legal y fiscal bastante complicado. En 2016 lanzamos nuestros fondos de private equity con un enfoque de nicho dentro del campo de special situations. Al mismo tiempo, invertimos en el mer-

cado de buyouts y de fondos de secundarios a través de mandatos individuales. Siempre hemos tenido un gran interés por España, pero hasta 2016 no empezamos a trabajar el mercado de forma más enfocada y con vistas a ofrecer nuestros productos a inversores españoles. Los socios de YIELCO han invertido en España desde hace muchos años, también desde sus posiciones anteriores. Poco a poco, hemos construido una buena red de relaciones tanto a nivel de inversores institucionales como de inversiones y de diálogo con fondos locales. Además, en 2019 lanzamos un fondo FCR, que in-

europeo de private equity tenemos una exposición a España mayor que a cualquier otra geografía europea. En mi opinión, la calidad de los gestores españoles dentro de las inversiones alternativas supera al de muchos países europeos y eso también se ha demostrado en los positivos datos de fundraising de España de los últimos años. El interés de las gestoras internacionales demuestra que el mercado español es atractivo y que tiene mucho potencial. En nuestro caso, nuestras inversiones en infraestructuras, deuda privada y private equity se analizan de forma separada y, en todas ellas, hemos

incluido exposición a España. Dentro de las tres estrategias contamos con gestores locales, pero en algunos casos, especialmente en deuda privada, gran parte de la exposición a España se realiza a través de gestores paneuropeos con parte del equipo español. El programa donde tenemos más exposición con gestores locales sigue siendo, sin duda, el de private equity.

¿Cómo cree que afectará el Covid-19 a ese interés por España?

Efectivamente, como decía, el interés internacional por el private equity español ha crecido de forma importante. Gracias a la calidad de los gestores, pero también a la economía nacional, que ha atraído a inversores en busca de un crecimiento macroeconómico que no había en otros países. Desgraciadamente, los efectos de la pandemia también impactarán en el fundraising durante los próximos años, no solo en España, sino en el mercado de private equity en general. Muchos inversores han parado los programas o están reduciendo su exposición a este tipo de activos hasta tener una visión más clara de cómo se desarrollan las carteras actuales. Si las carteras de los gestores españoles superan la crisis con retornos positivos, el interés será incluso mayor, al demostrar estabilidad en varios ciclos económicos diferentes. La estabilidad política es otro tema importante. Los inversores institucionales extranjeros la consideran esencial a la hora de invertir en el sur de Europa, al percibir a estos países como más inestables que los del norte.

La industria española de private equity ¿está preparada para afrontar esta crisis, de naturaleza muy distinta?

La experiencia de los gestores españoles es extensa. La mayor parte de ellos sacaron adelante sus carteras durante la última crisis, pese a que España se vio mucho más afectada que otras geografías, por lo que están mucho mejor preparados para afrontar la situación actual. El problema de algunas carteras locales es su exposición a sectores como ocio, gastronomía y turismo, en situación más difícil pese a que en el pasado han representado gran parte del crecimiento económico. De todas formas, más allá de esos sectores, muchos gestores españoles han construido carteras con buenas perspectivas de exportación. La necesidad de no depender exclusivamente de la demanda doméstica fue una de las grandes lecciones de la última crisis, lo que podría reducir el impacto negativo, más profundo que en el resto de Europa. Vemos grandes diferencias entre la crisis del 2008 y la actual. La economía se ha

PROGRAMAS DE INVERSIÓN ACTIVOS EN EUROPA Y EE.UU.

> YIELCO SPECIAL SITUATIONS EUROPE II (PRIVATE EQUITY):

Enfoque de inversión en el lower mid market y small cap en situaciones especiales "Value investing/Operative value creation" (turnaround, distressed debt for control y complex buyouts en Europa).

> YIELCO DEFENSIVE INVESTMENTS (PRIVATE EQUITY CO-INVESTMENTS):

Co-inversiones con gestores "Value" y perfil muy operativo en lower mid market y small cap en Europa y EE.UU.

> YIELCO SPECIALTY LENDING (PRIVATE DEBT):

Fondo de deuda privada con un foco Asset-backed/Specialty Lending para inversiones en Europa (60%) y EE.UU. (40%).

> YIELCO INFRAESTRUKTUR III (INFRAESTRUCTURAS):

Fondo de infrastructure equity en el segmento Core +/value add y en fondos de tamaño pequeño y mediano en Europa (aprox. 60%) y Norteamérica (aprox. 30%).

> YIELCO SPECIAL SITUATIONS II (PRIVATE EQUITY):

Situaciones especiales "Value investing / Operative value creation" (turnaround, distressed debt for control y complex buyouts en EE.UU., con gestores de perfil muy operativo dentro del lower mid market y small cap.

“ En nuestro último fondo europeo de private equity tenemos una exposición a España mayor que a cualquier otra geografía europea ”

parado en gran parte del mundo en sólo un par de meses, creando una profunda brecha que tardará en recuperarse.

¿Está percibiendo un creciente apetito por las inversiones alternativas entre los LPs españoles?

Desde luego que sí. Los inversores españoles empezaron a invertir en activos alternativos (excluyendo Real Estate) bastante más tarde que muchas de las instituciones alemanas, que comenzaron a hacerlo entre los años 2002 y 2005. Los fondos de pensiones alemanes, por ejemplo, tienen una exposición a las inversiones alternativas de entre el 10% y el 15%, mientras en España el porcentaje es bastante más bajo. Este mayor apetito por las inversiones alternativas se debe a la búsqueda de rentabilidades en un entorno difícil de inversión, asociado a tipos de interés muy bajos y a la volatilidad de los mercados financieros. Las inversiones alternativas, aunque son menos líquidas, tienen unos perfiles atractivos de rentabilidad-riesgo, con poca volatilidad y

correlaciones bajas frente a otros activos financieros. Dado que esa volatilidad y que los bajos tipos de interés se mantendrán en el futuro, esperamos un impacto positivo a largo plazo en el creciente apetito de los inversores institucionales por este tipo de activos, aunque a corto plazo los inversores estén más inactivos.

¿Dónde están viendo mejores oportunidades para su base de clientes, fundamentalmente inversores institucionales y family offices?

Desde el comienzo de la pandemia se ha invertido muy poco capital en el mercado alternativo. Con los países principales en "lock down" y limitadas posibilidades de viajar, el private equity se está dedicando a gestionar las carteras existentes, ¡que no es poco! Con la falta de transacciones nuevas de private equity, el private debt tradicional también ha reducido su actividad. Durante los últimos meses hemos visto bastante actividad dentro de distressed debt, especialmente en EE.UU., con estructuras de CLO y BDCs teniendo que vender posiciones. En general, los tres tipos de activos tienen perfiles de riesgo-rentabilidad muy diferentes. Cada uno tiene su atractivo a corto y largo plazo. Estamos viendo que los inversores institucionales se ocupan cada vez más de los tres activos en sus carteras. Es verdad que el private equity está más establecido, mientras que la deuda privada y las infraestructuras todavía son activos bastante más "jóvenes" que están pasando ahora mismo su "primera crisis".

Con la crisis del Covid-19, ¿crecerá la actividad en special situations?

Sí. El cambio en el ciclo favorece a las estrategias de special situations, dado que los gestores con los que trabajamos tienen mucha experiencia invirtiendo en empresas que se enfrentan a desafíos como el entorno económico actual. Los inversores necesitan que se invierta capital a lo largo de los diferentes ciclos económicos. En general, las estrategias de buyouts invierten más cuando el ciclo económico es positivo y en situaciones como la actual, se ocupan más de gestionar las carteras existentes. Como pudimos observar en las crisis pasadas, el nivel de inversión se reduce considerablemente. En este sentido, los fondos de special situations suelen tener más actividad cuando el entorno económico es más difícil, dado que hay más situaciones de distressed debt, de turnaround y empresas en busca de liquidez en esta fase.



Cerca de €40.000M -del total de €100.000M- del programa de avales ICO seguirán dotando de liquidez a las compañías españolas este verano. Su "efecto placebo" está mitigando situaciones de impago y generando una falsa sensación de tranquilidad. Pero, a partir del próximo mes de septiembre, se abrirá un momento especialmente beneficioso para que las compañías refinancien y reestructuren su deuda a más largo plazo. Ante la incertidumbre imperante, las estructuras de deuda con derechos económicos sobre el valor futuro de las compañías también se revelan como una solución muy valiosa, evitando la temida dilución accionarial y ayudando a salvar los desajustes de valoración entre comprador y vendedor.

"EL EFECTO PLACEBO DEL ICO ESTÁ GENERANDO UNA FALSA SENSACIÓN DE TRANQUILIDAD"

Las líneas ICO y el apoyo de los bancos están dotando de liquidez a las compañías pero, ¿qué pasará cuando se acabe esta financiación de emergencia?

Sin duda, las compañías se han acogido al ICO de forma masiva como la primera herramienta para lograr liquidez a muy corto plazo. Y los bancos, por su parte, se han centrado en proporcionar liquidez y en canalizar su crédito a través de estas líneas de financiación que, además, no dañan su coeficiente de solvencia ni la calidad crediticia de sus carteras. Esto es importante. El programa de crédito avalado por el ICO está frenando la hemorragia y protegiendo el tejido empresarial, pero esta financiación de emergencia y transitoria debería dar paso a una revisión estratégica de las estructuras de deuda, capaz de ofrecer soluciones a medio y largo plazo. Con el ICO no se está utilizando toda la fortaleza del sistema financiero para dotar de liquidez a las compañías españolas. De momento, las empresas están hibernando, alargando los ERTes, acudiendo al ICO y acogidos a todos los aplazamientos de pago posibles, pero muchas compañías todavía no han hecho un plan de contingencia. Y la realidad es que tras acudir al ICO están ahora más endeudadas y existe una gran incertidumbre sobre la recuperación de la actividad en

muchos sectores. Hemos vivido otras crisis financieras, pero nunca sanitarias. La situación actual no tiene precedentes y generará cambios en los hábitos de consumo que todavía están por determinar, obligando a reorientar estratégicamente la actividad y los negocios ante el shock de demanda, que está impactando dramáticamente en el cash-flow.

Entonces, a partir de septiembre de 2020, ¿cree que habrá una vuelta de las refinanciaciones?

Las entidades financieras deben mantener abiertas las líneas de circulante de sus clientes hasta el próximo 30 de septiembre. Es decir, en lo que queda de verano, los bancos van a agotar los €40.000M

restantes que quedan -tras sumar el segundo tramo por otros 20.000M- del total de €100.000M de los préstamos ICO. Al ritmo actual, lo habrán agotado antes de esa fecha. El ICO está generando un "efecto placebo", mitigando las situaciones de impago y, hasta el 30 de septiembre, digamos que la situación es de una "alarmante tranquilidad". Pero, por desgracia, esta primera financiación de emergencia es un parche, una solución temporal.

Un aspecto diferencial respecto a la crisis anterior es que en 2008 no había liquidez, ni crédito, ni dinero nuevo...

Así es. Las refinanciaciones se realizaron, en gran medida, en situaciones de morosidad y con exigencias de dotaciones altísimas. Sin embargo, en el entorno actual hay mucha liquidez y dinero nuevo y el ratio de solvencia de la banca española se ha reforzado. Además, han surgido nuevos prestamistas. Durante la última década, los fondos de deuda han multiplicado sus activos bajo gestión y su penetración en el mercado ha crecido de forma importante, por lo que su papel en esta crisis será fundamental. Todos estos factores de liquidez, la fortaleza bancaria y las mayores alternativas de financiación nos posicionan en un escenario más favorable que en 2008. Además, los inversores de deuda, tanto bancarios como alternativos, y el mismo regulador, cuentan con el bagaje y la experiencia de la crisis anterior.

Todavía hay un déficit importante entre el colchón financiero de los bancos, cifrado por el Banco de España en unos €28.000M, y los €150.000M que generará la crisis sanitaria...

Sí, el Banco de España ha cifrado el "colchón voluntario" de CET1 de la banca española, que podría utilizarse para la absorción de pérdidas inesperadas asociadas al Covid-19, en €28.000M. Es cierto que, con los €100.000M del ICO, y teniendo en cuenta que los bancos en realidad ponen entre un 20% y un 33%, realmente están llegando a las empresas españolas unos €133.000M. Veremos si



resultan suficientes. De todos modos, como decía antes, las entidades bancarias cuentan con niveles de solvencia y de capital significativamente superiores a los requisitos mínimos regulatorios, -con una solvencia media del 11,54%- que pueden utilizarse para absorber pérdidas inesperadas. Es verdad que es una ratio más baja que la media europea, pero se sitúa por encima de los requerimientos regulatorios mínimos. Por eso, la previsión es que esas ratios de solvencia, examinadas bajo lupa, se puedan relajar para paliar ese déficit. Si además el BCE suaviza las exigencias de provisiones a dotar para créditos impagados por el Covid-19, la financiación que llegará a las empresas crecerá de forma importante.

Si el BCE relaja los requerimientos, ¿los bancos abrirán aún más el grifo de la financiación?

El Banco Europeo ya ha anunciado que será flexible y menos exigente con las provisiones que deben hacer los bancos en los créditos impagados a causa de la pandemia. Esta flexibilización dotará de mecanismos a la banca para poder conceder dinero nuevo y refinanciar deuda, aumentando los plazos y concediendo carencias sin necesidad de dañar el coeficiente de solvencia de sus carteras. Por eso, desde Grant Thornton estimamos que se abre una ventana de oportunidad muy importante para que las compañías puedan revisar sus estructuras de deuda. Abogamos por seguir acudiendo al ICO, que es una herramienta muy valiosa, pero haciendo una evaluación mucho más profunda y estricta de la estructura de deuda de cada compañía y de sus necesidades de liquidez a medio y largo plazo.

Muchos fondos de deuda están protegiendo sus carteras, ¿en qué casos pueden ser una buena alternativa para las pymes españolas?

Efectivamente, muchos han recurrido al ICO y han tenido que novar o gestionar una dispensa temporal o "waiver" para convertir sus intereses cash en PIK y poder así dotar de liquidez a las compañías participadas y/o han suavizado las ratios de covenants. Creemos que a los fondos de deuda les esperan años de gran actividad, tanto al invertido como al nuevo, ya que, por sus capacidades y su flexibilidad, tendrán la oportunidad de crear un gran valor. Sin duda, van a jugar un papel crucial pero sólo en compañías de cierto tamaño, con ebitda normalizado superior a €3M. Por debajo de ese tamaño, es difícil que las compañías puedan asumir el coste al que prestan este tipo de fondos de

direct lending de crecimiento, -no de tipo distress ni turnaround-, situado generalmente por encima del 6%. Por lo tanto, gran parte del tejido empresarial español, las pymes de hasta los €3M de ebitda, siguen estando bancarizadas.

Como asesores, ¿qué nuevas soluciones ad hoc están utilizando para optimizar las estructuras de capital?

Estamos empleando con éxito nuevas fórmulas como estructuras de deuda híbrida con derechos económicos, que probablemente se revelarán como un duro competidor para el private equity en la medida en que evitan la temida dilución accionarial y ayudan a salvar los desajustes entre comprador y vendedor en la valoración a futuro de las compañías. Al no estar sujetas a un pacto de accionistas o derechos de arrastre,

“ Al private equity le ha salido un duro competidor en las estructuras de deuda con derechos económicos. Este tipo de soluciones evitan la temida dilución y ayudan a salvar los desajustes de valoración ”

facilitan de forma importante los acuerdos. Los fondos de deuda están viendo en estas estructuras de deuda híbrida una solución óptima para invertir, aplicando un derecho económico a la potencial salida o recompra por parte de la familia y de los accionistas actuales. Es una figura que estamos poniendo en práctica con muy buena acogida del mercado. Por un lado, reconforta al accionista que no necesita diluirse y, al mismo tiempo, financia una estructura de deuda a largo plazo, con flexibilidad en cash y PIK en los intereses fijados. Creemos que estas estructuras aumentarán las posibilidades de llegar a acuerdos y facilitarán las operaciones en un escenario donde impera la incertidumbre.

Ya para terminar, ¿cómo están apoyando al private equity en la gestión de sus carteras y en la continuidad del negocio?

Claramente, los fondos de private equity están poniendo todos sus medios en analizar el impacto de la crisis en cada una de sus participadas, incorporando planes de contingencia y vislumbrando cómo serán sus posiciones de salida. Están acudiendo a nosotros para que les ayudemos a diagnosticar el impacto en sus carteras y en los potenciales retornos. Muchos fondos tienen liquidez para invertir, porque levantaron capital los últimos años, la dificultad está en salvar los desajustes de valoración existentes e invertir con menores ratios de apalancamiento bancario, que están obligando a inyectar más equity en las inversiones. En este sentido, creemos que los fondos de deuda pueden ser el sustituto natural para compensar ese menor apalancamiento bancario en las operaciones y en los futuros buyouts. Por eso, estamos ayudando a los fondos de private equity a buscar estructuras de financiación a medida, mucho más personalizadas y flexibles, que se ajusten a los planes de negocio y a las condiciones actuales de mercado sin que se vean perjudicados sus futuros retornos de inversión.



Carlos Asensio Rivero
Partner Debt Advisory & Restructuring
en GRANT THORNTON

GESTIÓN DE CARTERA EN TIEMPOS DE COVID-19

ante el reto de minimizar el impacto de la crisis en las participadas

Aunque siempre es un aspecto fundamental para el private equity, la gestión de cartera se hace especialmente importante en entornos de incertidumbre como el actual. Trabajar codo a codo con las participadas para capear el temporal puede ser clave para salir reforzado de una crisis que nadie esperaba. El know how de un sector curtido en la crisis de 2008 será decisivo en la toma de decisiones rápidas que reducirán el impacto del Covid-19 en el middle market e impulsará nuevas estrategias de creación de valor.

Desde siempre la gestión de cartera ha sido clave para el private equity. Comprar bien y vender mejor es importante para obtener buenos retornos, pero si hay algo decisivo es generar valor a través de una buena gestión de las participadas a lo largo de todo el ciclo de inversión. Implementar un buen plan de negocio marca la diferencia en el exit y, además, deja la impronta del capital riesgo en la compañía, pero, como apunta **Álvaro Olivares, Socio Director de Corpin Capital**, este trabajo se hace aún más necesario en momentos de crisis. “La gestión de cartera es un elemento esencial y diferenciador del valor añadido del capital privado a sus participadas. En épocas de bonanza, una mala gestión puede ser suplida por la evolución favorable de un sector específico o de la economía en su conjunto. Sin embargo, en épocas como la actual, la buena gestión se hace imprescindible y decisiva para la supervivencia de las compañías y la generación

de valor”. Por ello, en el entorno de incertidumbre derivado del Covid-19, los fondos han puesto el foco en el portfolio, aportando todos los medios a su alcance para analizar el impacto en cada una de sus participadas, incorporando planes de contingencia, sin dejar de seguir muy de cerca las oportunidades de inversión en marcha y aquellas otras que puedan surgir en sectores interesantes a largo plazo. “La gestión de la cartera empieza por una adecuada construcción de la misma. Haber sido prudente e inteligente en la inversión con una diversificación adecuada por cosechas, sectores y estrategias es lo que más nos va a ayudar a soportar una crisis que no pudimos anticipar. Ahora lo que queda es gestionar nuestras inversiones porque, tratándose de activos privados, no podemos modificar la composición de la cartera a corto plazo. En esto estamos centrados desde LP’s hasta GP’s. Resulta una obviedad, pero mantener vivas y sanas las compañías es la mejor forma de po-

der capturar las enormes oportunidades que se van a presentar”, señala **Miguel Zurita, Co-CIO de Altamar Capital Partners**. Aunque el private equity cuida de forma continua de la cartera, “cuando llegan las situaciones de mayor incertidumbre es cuando los fondos tienen que estar más cerca de los equipos gestores de sus participadas, tanto ayudándoles en la anticipación de las necesidades de liquidez, incluso reforzando la posición de caja si fuera necesario, como rediseñando la propia estrategia de negocio”, apunta **Juan Ramón Rodríguez Larraz, Socio de Financial Advisory de Deloitte**. Por ello, las gestoras son conscientes de que deben seguir estrategias más “hands on” en sus carteras. “Los fondos exceden su rol como accionistas y consejeros de las participadas para ponerse mano a mano con los equipos directivos y gestionar la crisis: prestarles apoyo en el análisis de la situación y plan de acción, y ayudarles en la comunicación y gestión del resto de

stakeholders (entidades financieras, clientes, proveedores, etc.)”, indica **Juan López del Alcázar**, Socio Responsable del área de Transacciones de EY.

La sofisticación del private equity durante los últimos años y el know how obtenido de crisis anteriores ha permitido al sector reaccionar de forma rápida y eficaz, pero con serenidad. Para **Zurita**, “los recursos que el capital privado pone al servicio de sus participadas son muchos y se ha demostrado que estas compañías son las que mejor se comportan en tiempos de crisis. Crecen más, invierten más, generan más empleo y mejoran más sus beneficios que el resto”. Como se suele decir, la experiencia es un grado y muchos confían en el que el sector jugará un papel esencial en la vuelta al crecimiento del middle market nacional. Según **Ignacio Sanjurjo**, Socio de Corporate M&A de Deloitte Legal, “el private equity aprendió mucho de la crisis anterior. Tiene la experiencia para desarrollar ese papel. Existe liquidez y el escenario resultante de la crisis actual en varios sectores puede originar procesos de M&A distressed, pero también, procesos de build up en los que las participadas sean clave y contribuyan a la reconstrucción, crecimiento y fortalecimiento de nuestro mercado u operaciones en sectores considerados como refugio o en consolidación”.

La liquidez, clave

En estos meses, los fondos han adoptado medidas precisas para proteger al personal de sus participadas, mantener la productividad e interactuar con los clientes, pero la gran apuesta pasa por preservar la solvencia de las empresas, vigilando la caja, aumentando las líneas de crédito, recortando gastos innecesarios y acometiendo las medidas de contención necesarias. “Estamos en un momento sin precedentes en el que ha habido un cambio brusco en el trading de las compañías, por lo que es clave estar muy cerca de los equipos para poder tomar decisiones en tiempo real en un entorno muy cambiante y con muy reducida visibilidad y, además, acompañarlos en la toma de decisiones para que nos sientan cerca. El contacto diario es especialmente importante en estas circunstancias para transmitirles que no están solos, compartir las mejores prácticas y crear un sentimiento de equipo”, comenta **Javier Rigau**, Socio Fundador de Abac Capital. Las medidas que Abac está tomando para afrontar el corto plazo incluyen: maximizar la liquidez y tener un control estricto de la caja, flexibilizar los costes fijos para adaptarlos a la evolución de las ventas y la proximidad total a los clientes, tanto para prever la

“ Los fondos han puesto el foco en la cartera, aportando todos los medios a su alcance para analizar el impacto en cada una de sus participadas, incorporando planes de contingencia, sin dejar de seguir muy de cerca las oportunidades de inversión en marcha ”

evolución de la demanda como para tener una mayor visibilidad de los cobros en un escenario de liquidity crunch.

Corpfin Capital también analiza el impacto del Covid-19 en sus participadas. “Nuestros fondos partían de una situación muy saneada cuando empezó la crisis, con



ÁLVARO OLIVARES
Socio Director de CORPFIN CAPITAL

“Los equipos y las gestoras de capital privado están reaccionando con agilidad y decisión, aplicando lo aprendido en las crisis anteriores y trasladando buenas prácticas de unas empresas a otras para evitar repetir fallos”

un número relevante de empresas ligadas al sector sanitario y otros sectores no afectados por la pandemia o incluso en los que el impacto está siendo positivo, pero, desde el primer momento y junto con los equipos directivos, venimos realizando un



MIGUEL ZURITA
Co-CIO de ALTAMAR CAPITAL PARTNERS

“Hay que combinar defensa y ataque. En momentos de crisis es cuando surgen las mejores oportunidades y cuando se realizan las mejores inversiones”

análisis constante y detallado en las compañías. El primer reto ha sido preservar la salud de nuestros empleados. En el plano operativo, en las participadas que han mantenido o incrementado su actividad, el foco ha estado en garantizar el suministro, el buen desarrollo del proceso productivo y el funcionamiento de las operaciones logísticas para dar respuesta a la demanda que, en algunos casos, se ha multiplicado. En los negocios directa o indirectamente afectados por los cierres temporales, hemos implementado con la mayor agilidad todas las medidas de contención de costes posibles para minimizar las pérdidas acumuladas hasta la normalización de la actividad”, comenta **Olivares**. Entre otras, la paralización de compras y suministros, ERTes, la renegociación de contratos de arrendamiento o la congelación de inversiones no esenciales. Además, el fondo ha realizado provisiones de tesorería para obtener liquidez para garantizar la solvencia de las firmas, haciendo uso de las líneas especiales de financiación del ICO habilitadas por los bancos.

Para **Alberto Bermejo**, Partner de **Magnum Capital**, “el enfoque inicial de esta acelerada crisis ha sido preservar el valor de las inversiones e incrementar las defensas ante un deterioro mayor o más prolongado. Las principales acciones se han centrado en tres frentes: asegurar la seguridad de trabajadores y clientes, acciones de costes (especialmente personal con la aplicación de ERTes) y caja, incremento de las líneas de circulante a través de los préstamos ICO y las RCFs disponibles. Ahora mismo los esfuerzos están más concentrados en la revisión y adecuación de los planes de negocio al nuevo contexto”. Las nuevas medidas de prevención, el miedo al contagio y la posibilidad de repuntes van a afectar al ritmo y nivel de la recuperación. Precisamente, la principal complejidad para **Rigau** es “visualizar cuál será la nueva realidad post Covid -que depende de cada compañía y sector- para ver el impacto estructural que tendrá esta crisis y adaptar los negocios en consecuencia, ya que la pandemia cambiará las conductas y hábitos de los consumidores y habrá modificaciones estructurales. De hecho, algunos sectores reducirán sus ci-

fraso, para mantenerse, deberán adaptar, por ejemplo, su canal de comercialización (integración del delivery/take away en restaurantes o del e-commerce en retail)".

A pesar de todo, los private equities recuerdan la importancia de no dejar atrás las estrategias de creación de valor en el portfolio, analizando posibles oportunidades que se puedan poner a tiro. Según **Zurita**, "hay que combinar defensa y ataque. Como inversor, la creación de valor a partir de ahora estará en poner el acelerador en estrategias que nos van a permitir aprovechar las oportunidades (secundarios, private equity y crédito distressed). En momentos de crisis es cuando surgen las mejores oportunidades y cuando se realizan las mejores inversiones. La mejor cosecha del private equity es la que siguió a la quiebra de Lehman Brothers, se invirtió a precios más bajos y se capturó todo el crecimiento del periodo de recuperación de la crisis financiera global". Una opinión que comparte **Bermejo**, "los fondos debemos seguir persiguiendo el crecimiento de nuestras participadas. Las acciones de coste y preservación de caja son esenciales a corto plazo, pero normalmente insuficientes para conseguir los retornos a los que aspiramos. Seguiremos analizando nuevas adquisiciones y oportunidades de expansión, así como la adaptación de los negocios a la acelerada transformación digital que estamos viviendo y que cambiará sustancialmente la manera de hacer las cosas en muchas industrias". Por su parte, **Olivares** señala que "en las participadas que han podido seguir desarrollando su actividad o incluso la han incrementado, la estrategia de creación de valor está centrada en identificar y aprovechar nuevas oportunidades de crecimiento orgánico e inorgánico". Entre ellas, posibles add-ons tanto doméstico como internacional que se puedan presentar a precios atractivos.

Caída de las valoraciones

En general, las empresas más flexibles y las que estén tomando las mejores decisiones serán quienes salgan victoriosas. "La capacidad de adaptarse de una manera ágil y rápida a la nueva situación está siendo fundamental a la hora de salir reforzados de esta crisis. La anticipación a los problemas es siempre la clave para solucionarlos sin urgencias. No obstante, se están produciendo operaciones de reestructuración ya que hay muchas compañías que no van a ser capaces de adecuar la generación de caja a los pagos que tenían comprometidos con la banca. La gran diferencia de la crisis actual con la de 2008 es que, en general, las compañías están



JAVIER RIGAU
Socio Fundador de ABAC CAPITAL

"Lo realmente complicado es visualizar cuál será la nueva realidad post Covid para ver el impacto estructural que tendrá esta crisis y adaptar los negocios en consecuencia"

menos apalancadas, pero algunas van a sufrir, en especial aquellas en los sectores cuya recuperación se vaya a prolongar más en el tiempo", señala **Rodríguez Larráz**. En consecuencia, parece claro que la



ALBERTO BERMEJO
Partner de MAGNUM CAPITAL

"No hemos alterado la rentabilidad objetivo de nuestras inversiones. Teniendo en cuenta que se trata de una cartera relativamente joven tampoco creemos que el plan de desinversión temporal se vea alterado"

pandemia ayudará a ajustar los precios y sacará al mercado activos antes reticentes a la entrada del private equity. "El efecto inmediato de la pandemia será previsiblemente la paralización del mercado de M&A a corto plazo derivada de la falta de visibilidad sobre la magnitud de la crisis y sobre el ritmo de recuperación cuando la situación se normalice. A esto se unirá el retraso adicional por el tiempo necesario para que las expectativas de los vendedores se ajusten a los nuevos precios ofertados por los compradores. Es muy probable que la mayoría de las operaciones previstas para 2020 se retrasen entre seis y dieciocho meses. En paralelo, se va a producir una caída generalizada en las valoraciones, impactadas tanto por la reducción de resultados en muchas compañías como por un reajuste de los múltiplos debido a las menores expectativas de crecimiento y mayor percepción de riesgo. De media, el impacto será negativo, pero podría producirse una fuerte dicotomía de valoración entre distintos sectores y compañías al concentrarse la liquidez existente en los activos percibidos como de mayor calidad", analiza el **Socio Director de Corpfín**.

Aunque el sector no ha modificado sus planes de inversión y desinversión a largo plazo, la situación ha obligado a replantear los calendarios. "Es muy probable que los periodos de inversión de los fondos actuales se alarguen y, por tanto, se retrasen los exits. Ha ocurrido en crisis anteriores y es normal que así sea, puesto que los fondos tardarán más en implementar los planes transformacionales en las participadas que deben producir los retornos esperados. En este sentido, una gestión acertada producirá menores impactos en las compañías y, por tanto, los exits se verían menos afectados", recuerda **López del Alcázar**. A esto se suma que "hay una alta probabilidad de que las operaciones anteriores a la pandemia que se hayan hecho a valoraciones excesivas o con excesivo apalancamiento no sean capaces alcanzar sus objetivos de retorno e incluso ni siquiera recuperar su valor inicial", opina **Olivares**. Pese a la caída de las valoraciones, los fondos no tienen previsto revisar sus retornos objetivos. "No hemos alterado la rentabilidad objetivo de nuestras inversiones. Teniendo en cuenta que se trata de una cartera relativamente joven (ninguna inversión con antigüedad superior a 4 años) tampoco creemos, abstrayéndonos por un momento de la incertidumbre en la que ahora mismo nos encontramos, que el plan de desinversión temporal se vea alterado, concluye el **Partner de Magnum**.



¿SABES QUÉ VACUNA NECESITA TU PARTICIPADA CONTRA EL VIRUS?

Rafael Sarandeses,
Head of Financial Services de TALENGO



equipo de la participada” a la hora de describir los factores que en última instancia están detrás de la falta de retorno financiero esperado de las inversiones.

Sin embargo, es sorprendente observar cómo muchos fondos todavía hoy se centran en la due diligence financiera y legal, para luego delegar en su instinto o en referencias de conocidos el análisis del equipo gestor y su ajuste a lo que la participada necesita en los siguientes 3-5 años.

EL VALOR DE PASAR DE LA INFORMACIÓN A LA ACCIÓN

¿A quién no le afecta un buen sesgo? Un CEO alto y bien parecido nos dará una falsa sensación de seguridad que contaminará la valoración que hagamos de sus competencias (el famoso “Halo Effect”, por poner un ejemplo).

Si tenemos en cuenta que el equipo es el aspecto más complejo en la gestión de cualquier proyecto, no plantearse hacer una due diligence objetiva de liderazgo con el mismo aplomo con el que hacemos la financiera o la legal es una gestión de riesgos que cualquier LP podría cuestionar en el siglo 21.

Por tanto, el GP que entienda que “intuir” no es suficiente, que decida invertir en conocer objetivamente el perfil competencial de sus equipos y el de sus participadas para poder desarrollarlos, o bien para atraer el talento que mejor les encaje, si es lo que necesita, dormirá mejor en los próximos meses. ¡En más de un sentido!

En Talengo lo sabemos. También que, a veces, pasar de “conocer” la teoría a ponerla en práctica no es fácil. ¿Nos ofrecerá el Covid19 ese “trigger” para pasar de “saber lo que hay que hacer” a tomar decisiones responsables?

Esperamos que sí. Porque en los negocios, como en la vida, es mejor y más barato evitar problemas que tener que resolverlos.



Este año el Gobierno espera un aumento del 250% en el número de concursos de acreedores. Para 2021 se esperan 6 veces más, hasta llegar a los 50.000 casos. Es imposible esconderse de la dureza de lo que se nos viene encima. El mundo que dejamos en 2019 es hoy un recuerdo confuso. La famosa recuperación en V, una entelequia. Acabamos de aterrizar en otro planeta y ponemos pie a tierra con un mareo de cuidado. Bienvenidos a Marte.

Después de hablar con numerosos CEO en las últimas semanas me queda algo muy claro: el perfil directivo que valía en diciembre de 2019 no es en todos los casos el más efectivo para impulsar hoy a la organización en el nuevo mundo post Covid19. La supervivencia, a corto plazo, y la adaptación de los modelos de negocio, a medio plazo, están aflorando la necesidad de “skills” que no siempre coinciden con los que funcionaban hasta hace bien poco.

Los equipos gestores post-COVID19 necesitarán, más que nunca, anticipar amenazas, visualizar oportunidades, o inspirar, liderar y gestionar (¡que no controlar!) a sus equipos en remoto. También tendrán que innovar, y por tanto, gestionar correctamente el error, e imprimir velocidad a la ejecución en un mundo de cambio que requerirá altas dosis de prueba y error.

La adaptación será necesaria también en los equipos de los propios fondos. El momento favorecerá a firmas con foco operativo y que cuenten en sus equipos con inversores de verdad, y no solo con dealmakers. Equipos de profesionales capaces de levantar la cabeza del excel, ponerse el “gorro” de empresario y pintar mano a mano con sus par-

ticipadas el futuro de sus negocios.

La realidad de hoy no pide un mero ejercicio de gestión de riesgos. Este evento no estaba en ningún escenario, y lo que toca a futuro no es riesgo sino incertidumbre. ¿Qué ponemos en el modelo? ¿cómo valoramos un rebrote? ¿qué confianza tenemos en que los ingresos vengan del mismo sitio?

pañarlos en la fase de análisis, y que luego puedan incluso quedarse como consejeros o como gestores;

2. El análisis en detalle del talento que se tiene y que falta en el equipo gestor, en fase de due diligence, y el consiguiente refuerzo de equipos trayendo nuevos ejecutivos que sean necesarios antes del cierre (o justo tras el cierre) de la operación;

PARA EL CAPITAL RIESGO ES UN MOMENTO CLAVE: ¿TIENEN SUS PARTICIPADAS EL LIDERAZGO QUE NECESITAN? ¿EN BASE A ESO, PUEDEN ATRAER EL TALENTO QUE LES FALTA?

EL VIRUS VA A AMPLIFICAR LA DIFERENCIA ENTRE GANADORES Y PERDEDORES

Según un informe publicado hace ya 15 años por McKinsey, los fondos que obtienen resultados superiores a sus “peers” lo hacen enfocándose en 5 aspectos críticos, de los cuales el 80% ponen el foco en los equipos de las participadas:

1. La búsqueda de expertos externos al fondo que puedan acom-

3. El diseño e implementación de un esquema de incentivos potentes para el equipo gestor, y un sistema de gestión del desempeño alineado con los objetivos; y

4. La dedicación de más tiempo a alinear equipos gestores con valores, estrategia y objetivos del fondo en los primeros 100 días tras el cierre del deal.

En mi experiencia resulta común escuchar eso de “problemas con el

“La integración de criterios ESG dejará de ser un elemento diferencial para convertirse en irrenunciable”

PABLO BASCONES

Socio Responsable de servicios de ESG, Sostenibilidad y Cambio Climático de PwC

LAS IMPLICACIONES ECONÓMICAS DE LOS RETOS AMBIENTALES Y SOCIALES SON CADA VEZ MÁS EVIDENTES Y EL SECTOR DE PRIVATE EQUITY Y VENTURE CAPITAL EN ESPAÑA TAMPOCO ES AJENO A ESTA REALIDAD. POR ESO, SU COMPROMISO CON LAS PRÁCTICAS DE DESARROLLO SOSTENIBLE E INVERSIÓN RESPONSABLE SIGUE MADURANDO EN NUESTRO PAÍS. SEGÚN UN RECIENTE ESTUDIO DE PwC, CERCA DEL 80% DE LOS LPs SE HAN COMPROMETIDO PÚBLICAMENTE A INCLUIR CONSIDERACIONES ESG -POR SUS SIGLAS EN INGLÉS- EN SUS PROCESOS DE INVERSIÓN. UNOS CRITERIOS QUE SE PERFILAN COMO UNA HERRAMIENTA MUY ÚTIL PARA ANTICIPAR Y GESTIONAR LOS RIESGOS Y POSICIONARSE ANTE NUEVAS OPORTUNIDADES DE NEGOCIO. SIN DUDA, EL PAPEL DE LA INDUSTRIA EN ESTE CAMPO PUEDE SER CRUCIAL, AL IMPULSAR ESTAS PRÁCTICAS EN LA EMPRESA E INFLUIR EN LA TOMA DE DECISIONES DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN. NO OBSTANTE, TODAVÍA QUEDA UN LARGO CAMINO POR RECORRER EN ÁREAS COMO LA DEMANDA DE INFORMACIÓN O EL BAJO ALINEAMIENTO ENTRE LOS EQUIPOS, TANTO DE LAS PROPIAS GESTORAS COMO DE SUS PARTICIPADAS.

“No cabe duda de que el private equity contribuirá a la recuperación económica, como ya lo hizo en la crisis anterior”

La pandemia del coronavirus ha ralentizado o congelado la actividad inversora del private equity en España. ¿Cómo evolucionará la actividad en los próximos meses? Una vez superado el shock inicial, ¿el M&A se reactivará con fuerza? ¿El número de oportunidades para inversores distress, turnaround y special situations se multiplicará?

El impacto inicial del COVID-19 paralizó, en una situación sin precedentes, no solo la actividad inversora, sino toda la actividad económica y no solo en España, sino globalmente. En un primer momento los inversores se han centrado en la gestión de sus participadas y en cómo abordar el proceso de recuperación y renegociación de su deuda. Pese a ello, algunos procesos de M&A han seguido activos e incluso algunas grandes operaciones internacionales han sido capaces de ser completadas. Veo lógico que el mercado de M&A se reactive progresivamente en los próximos meses, donde las operaciones de distress, turnaround, special situations y la financiación alternativa ganarán relevancia. También veremos a los vehículos de secundario como una vía adicional para recapitalizar participadas.

En este nuevo “cisne negro” en forma de Covid-19, ¿hasta qué punto el private equity será o puede ser parte de la solución?

A pesar del parón que la crisis del Covid-19 ha generado, lo cierto es que hay liquidez y tipos de interés bajos, pero ahora, de forma temporal, existen más restricciones a la financiación y una

incertidumbre sobre cómo y cuándo se iniciará el camino de la recuperación mientras perdure la crisis sanitaria. No cabe duda de que el private equity contribuirá a la recuperación económica, de igual forma que lo hizo en la crisis anterior, mediante una gestión más activa de sus participadas, creando valor económico y social en la mismas, realizando inversiones en nuevas participadas y profesionalizando y adaptando las mismas al nuevo entorno post-crisis. Es importante resaltar, como muestra la historia reciente, que en los periodos de crisis anteriores se han realizado grandes operaciones de private equity y, por ello, muchos fondos están ya analizando un buen número de oportunidades y en el corto plazo esperamos asistir al cierre de alguna de ellas.

El private equity ¿ha integrado de forma general los criterios ESG en su propia gestión y en la de sus portfolios? ¿Existe aún cierto desconocimiento de los conceptos amparados bajo estas siglas?

El capital privado es cada vez más consciente del valor que aportan estas cuestiones, tanto en su gestión interna como en la de sus portfolios. Los aspectos ESG son una herramienta clara de creación de valor, que pueden generar nuevas oportunidades de ingresos, especialmente en un contexto de creciente interés en materia de sostenibilidad por parte de los inversores y LPs, de los consumidores y de la sociedad en su conjunto. Además, nos encontramos con una regulación cada vez más



IGNACIO DE GARNICA

Socio Responsable de Private Equity en PwC España

amplia en este ámbito y con una Agenda global a 2030 marcada por los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible - ODS y sus 169 metas, e incluso la Unión Europea ha impulsado el desarrollo de un Plan de Finanzas Sostenibles. A pesar de todo lo anterior, y la relevancia de los aspectos de ESG para el private equity, es un hecho que todavía existe cierto desconocimiento sobre los conceptos amparados bajo las siglas ESG, tanto a nivel de gestión como de inversión.

¿Cree que la crisis del Covid-19 dará el impulso definitivo al ESG en España?

El Covid-19 nos ha demostrado que hay eventos aparentemente poco probables que pueden ocurrir y transformar la economía. El Informe de Riesgos Globales del Foro Económico Mundial indicaba que el estallido de una pandemia era un riesgo poco probable, aunque con un elevado impacto. En este mismo Informe figuran riesgos ESG (cambio climático, biodiversidad, etc.) no solo con mayor probabilidad de ocurrencia, sino también con mayor impacto. Muy posiblemente esta crisis sirva para concienciar a la sociedad de que hay riesgos potenciales que, aunque parecen lejanos, pueden ocurrir y hay que tener en cuenta en la gestión. El cambio climático puede ser el próximo “cisne negro”. En cualquier caso, estoy

convencido de que el sector financiero y el capital privado serán agentes clave en esta transformación. De hecho, la UE aprobó en el 2018 una hoja de ruta para implantar un Plan de Finanzas Sostenibles cuyo objetivo es que el sector financiero integre las cuestiones ESG en sus procesos de inversión y, de esta forma, con su efecto tractor, ayude a reorientar los flujos de capital hacia la inversión sostenible.

Las empresas que mejor aplican los criterios ESG ¿están menos expuestas a riesgos exógenos como el Covid-19?

Los criterios ESG son una herramienta idónea para anticiparnos a determinados riesgos, pero también para posicionarnos ante oportunidades de negocio que pueden surgir en un mercado donde el consumidor reclama empresas más sos-

tenibles, transparentes y responsables. No obstante, sería muy atrevido por mi parte afirmar que con un análisis ESG el Covid-19 podría haber sido identificado y haberse aplicado medidas de mitigación.

De cara al fundraising, ¿la calidad del enfoque ESG aplicado por las gestoras puede considerarse un elemento diferencial importante?

Levantar fondos en el contexto actual puede resultar más complicado y los LPs valoran cada vez más invertir en gestoras que tienen en cuenta criterios ESG. Según un estudio de PwC, cerca del 80% de los LPs se han comprometido públicamente a incluir consideraciones ESG en sus procesos de inversión. En recientes conversaciones con varias gestoras españolas, muchas han manifestado el

GUÍA PARA EL SECTOR DE PRIVATE EQUITY Y VENTURE CAPITAL: LA INVERSIÓN SOSTENIBLE SE ABRE PASO EN ESPAÑA



OBJETIVOS DE CRECIMIENTO SOSTENIBLE
 Guía de inversión responsable para el sector del Private Equity y Venture Capital en España
 pwc ASCRI

La "Guía de inversión responsable para el sector del Private Equity y Venture Capital en España", elaborada por PwC junto a la patronal del sector, ASCRI, pone de relieve cómo cada vez más las gestoras españolas están incluyendo criterios ESG como parte de su ADN. Según la encuesta realizada, cuyos resultados se incluyen en la guía, el 84% de las firmas participantes incluyen criterios ESG en su gestión y decisiones de inversión. Los resultados revelan que, cada vez más, las firmas de Private Equity y Venture Capital en España perciben la inversión responsable como un elemento claro de creación de valor. El 75% asegura contar con una Política de Inversión Responsable y el 50% han adoptado un compromiso público en esta materia. Además, el 56% de los entrevistados ya tienen en cuenta los ODS en su enfoque o estrategia de inversión y el 63% dice estar preocupado por el cambio climático. A pesar del avance evidente, existen algunas cuestiones donde todavía queda camino por recorrer, como la monitorización de los indicadores de desempeño ESG, donde solo el 28% de las firmas encuestadas cuentan con este tipo de indicadores, o los medios humanos que se dedican a esta materia, entre los que solo el 14% cuenta con un equipo o una persona dedicada a estas cuestiones.

La guía pretende ser una herramienta útil que proporcione pautas de gestión para realizar una aproximación coherente y organizada a la integración de estas cuestiones por parte de los fondos y gestoras de Private Equity, tanto en la gestión interna como en la de sus participadas. En la interna, por ejemplo, a través de la definición de responsabilidades ESG o el desarrollo de una política de inversión responsable. Y, en la de sus participadas, mediante la realización de screening y due diligence ESG en la fase de inversión; o el desarrollo de planes de acción, la creación de cuadros de mando y la comunicación periódica del desempeño ESG en la fase de post-adquisición, entre otras buenas prácticas detalladas en la mencionada guía.

interés de integrar cuestiones ESG ante un proceso cercano de *fundraising*. Dicho todo esto, le queda poco al mercado para que la integración ESG deje de ser un elemento diferencial y pase a ser un elemento irrenunciable.

Estos criterios, ¿suelen aplicarse en todas las fases del ciclo, desde el levantamiento de fondos a la desinversión?

Una integración efectiva de la ESG debería abarcar todas las fases del ciclo de vida. Es cierto que, en la práctica, el sector está trabajando con mayor intensidad la ESG en el proceso de inversión para identificar potenciales riesgos en la transacción y en el proceso de reporting a sus LPs. No obstante, viendo lo que está ocurriendo con líderes internacionales del sector, más pronto que tarde el sector en España integrará la ESG en todas las fases incluida la desinversión a través, por ejemplo, de ESG *Vendor Due Diligence*.

¿Cuántas gestoras españolas tienen equipos dedicados en exclusiva a criterios ESG? ¿Es ésta la clave del éxito?

Según nuestro análisis, el 14% de las gestoras tienen equipos dedicados pero, en la práctica, estos no se dedican en exclusiva a cuestiones ESG, la mayor parte de las necesidades se externalizan. La clave del éxito no es tanto que las gestoras cuenten con



“ Más pronto que tarde, el sector en España integrará la ESG en todas sus fases, incluida la desinversión ”

un especialista, sino que la ESG se integre en la cultura de la organización. El *top management* debe ser más consciente de los beneficios que se derivan de la integración ESG, como son la mejora de la cobertura de riesgos, la anticipación a grandes cambios o el apalancamiento en la innovación. Los equipos de inversión deben ser capaces de identificar las cuestiones clave ESG del portfolio y de interpretar adecuadamente los resultados de una *due diligence* ESG. Y los responsables de relación con inversores deben conocer la estrategia ESG de la gestora y los avances de las participadas en esta materia.

¿Los inversores podrían pagar sobrepagos por compañías sostenibles?

Existen muchos estudios que demuestran que hay una relación directa entre las empresas que integran cuestiones ESG y su rendimiento financiero. Una buena referencia es un meta-análisis publicado en el *Journal of Sustainable Finance & Investment* que analiza 2.200 estudios y demuestra que, en la gran mayoría, se concluye que hay una relación directa positiva entre el rendimiento financiero y las empresas gestionadas con criterios ESG. Esto hace pensar que cada vez los inversores están dispuestos a pagar más por empresas sostenibles. Asimismo, la mayoría de estudios dirigidos a consumidores, como, por ejemplo, uno reciente de Nielsen, concluyen que más del 50% estarían dispuestos a pagar un sobrepago por productos sostenibles y, en el caso de la generación Z, esta cifra se incrementa sustancialmente.

Las gestoras españolas ¿reportan ya indicadores de ESG a sus LPs?

La monitorización y *reporting* de indicadores ESG relevantes está dejando de ser algo diferencial. Los LPs buscan que en estos *reporting* se demuestre cada vez más la integración y los elementos diferenciales de la ESG. Ya no basta con reportar un listado de indicadores sin más, sino demostrar cómo se están integrando los riesgos climáticos, por ejemplo, o cómo se está contribuyendo a los ODS.

¿Aún falta cierta homogeneización en los criterios ESG a considerar?

Éste es el reclamo continuo del sector. La homogeneización de criterios ESG es complicada, ya que las cuestiones a considerar dependen mucho del sector de actividad y de la geografía. Hay elementos comunes, pero en ningún caso con la misma relevancia y difíciles de comparar, especialmente en lo que respecta a las cuestiones ambientales.

Debt Advisory

La firma independiente de asesoría en deuda líder en Europa

Marlborough Partners, London

21 Sackville Street, Mayfair
London W1S 3DN

+44 (0)203 053 3600

 Piccadilly Circus

Marlborough Partners, Frankfurt

Frankfurt an der Alten Oper,
An der Welle 4, 60322 Frankfurt

+49 (0)69 7593 8237

 Alte Oper

Marlborough Partners, Madrid

Paseo de la Castellana, 18, 7ª Planta,
28046 Madrid

+34 917 942 638

 Colón

Experiencia en el rango completo de estructuras e instrumentos de deuda para clientes de Private Equity y Corporativos



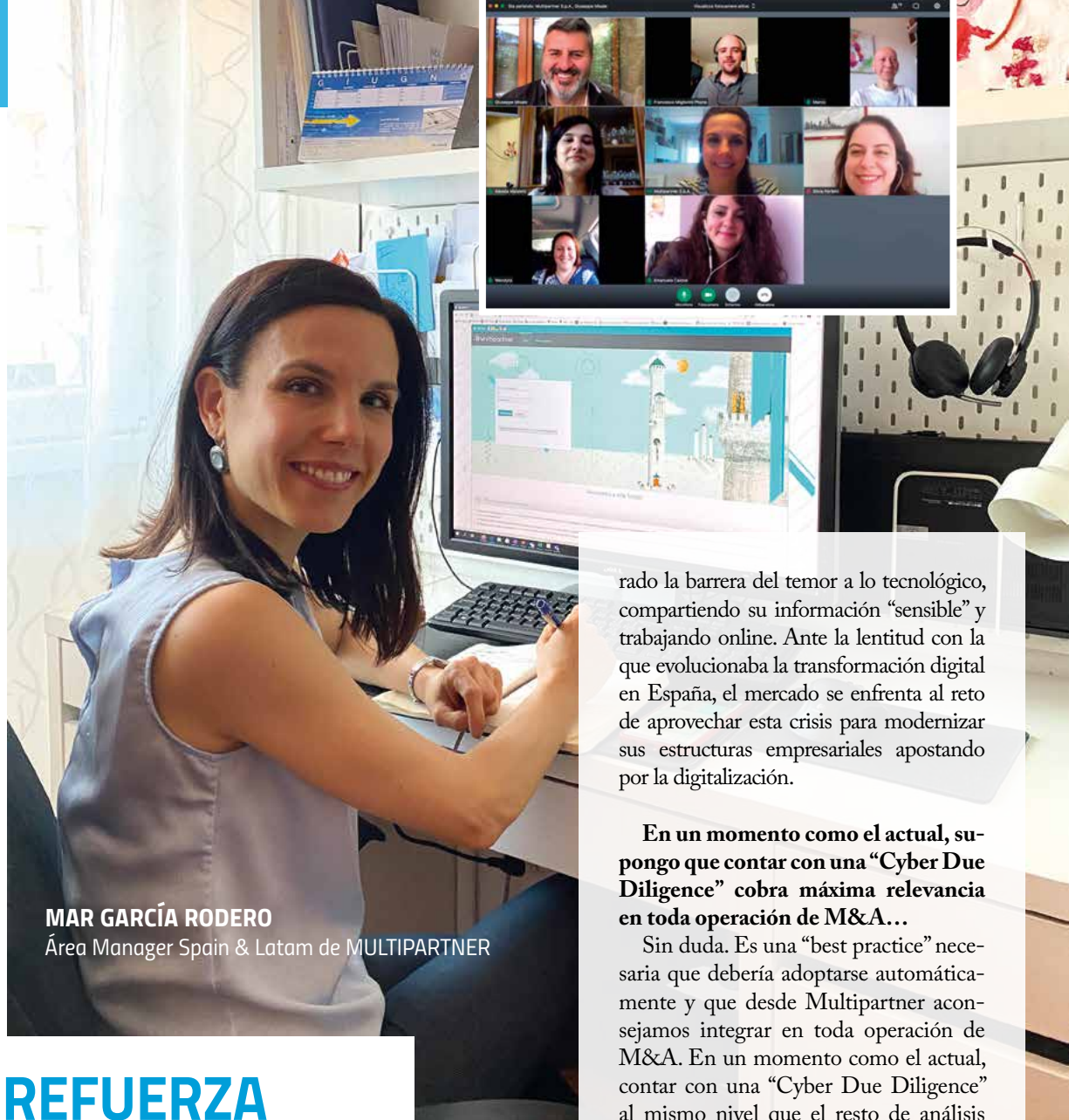
 Credenciales en Reino Unido y Europa continental

 Credenciales en Reino Unido

Desde 2003, el equipo de Marlborough Partners ha completado 245 operaciones en Europa, por un total de €60,000M en las siguientes cinco categorías principales:

- 1 Leveraged Finance raising
- 2 Refinancing
- 3 Exit Financing
- 4 Waiver & Amendment
- 5 Restructuring

El Covid-19 ha impactado en la actividad de M&A en todo el mundo, imponiendo el teletrabajo y transformando nuestras vidas por completo. En los primeros días de la pandemia, Multipartner puso al servicio del sector su programa de solidaridad digital, ofreciendo su VDR de forma gratuita para optimizar las operaciones y los procesos de due diligence. Ahora que la pandemia obliga a contar con entornos virtuales seguros para poder seguir operando de forma remota e intercambiar información de forma ágil y rápida, ¿asistiremos a una digitalización del sector en tiempo récord?



MAR GARCÍA RODERO
Área Manager Spain & Latam de MULTIPARTNER

MULTIPARTNER REFUERZA SU APOYO AL M&A:

“LAS SOLUCIONES DE VIRTUAL DATA ROOM SE DISPARAN EN EL MERCADO IBÉRICO POR EL IMPACTO DEL COVID-19”

El sector sigue teletrabajando intensamente gracias, en parte, a programas de Solidaridad Digital como el ofrecido por Multipartner, ¿en qué consiste la iniciativa?

En los primeros días de la emergencia sanitaria celebramos una reunión plenaria urgente para comunicar la posición oficial de Multipartner frente al Covid-19. La decisión del management fue poner en marcha el programa #solidaridaddigital, ofreciendo de forma gratuita lo que mejor sabemos hacer: plataformas seguras de colaboración, intercambio y gestión de documentos multifuncionales. Nuestro objetivo

era apoyar a antiguos y a nuevos clientes, sin distinción, para que pudieran trabajar desde casa de forma segura y remota hasta finales de Septiembre. Sin duda, ha sido uno de los momentos en los que me he sentido más orgullosa de trabajar en Multipartner. Patrocinamos nuestra iniciativa a nivel mundial y nos han contactado abogados, empresas de gestión inmobiliaria, Ayuntamientos, consultoras italianas e internacionales que aprecian tanto la iniciativa como la solución después de haberla utilizado. El nuevo escenario requerirá soluciones, pero se presenta también lleno de oportunidades. Muchas firmas han supe-

rado la barrera del temor a lo tecnológico, compartiendo su información “sensible” y trabajando online. Ante la lentitud con la que evolucionaba la transformación digital en España, el mercado se enfrenta al reto de aprovechar esta crisis para modernizar sus estructuras empresariales apostando por la digitalización.

En un momento como el actual, supongo que contar con una “Cyber Due Diligence” cobra máxima relevancia en toda operación de M&A...

Sin duda. Es una “best practice” necesaria que debería adoptarse automáticamente y que desde Multipartner aconsejamos integrar en toda operación de M&A. En un momento como el actual, contar con una “Cyber Due Diligence” al mismo nivel que el resto de análisis necesarios, -fiscales, financieros o legales-, cobra especial relevancia a la hora de analizar correctamente la empresa objetivo. La ciberseguridad y el grado de protección de la compañía target contra potenciales violaciones de datos impacta significativamente en la valoración del activo, facilita que las potenciales sinergias se valoren correctamente y otorga mucha tranquilidad al comprador. La diversidad de sistemas y de protocolos utilizados puede ralentizar la integración de las actividades una vez realizada la fusión y agregar costes no planificados en el plan de negocio. En este sentido, una encuesta reciente de Donnelley Financial Solutions/Mergermarket concluye que el 80% de los negociadores (dealmakers) de todo el mundo detectaron una brecha de seguridad de datos en, al menos, una de cada 4 operaciones negociadas durante el periodo 2015-17. Es un aspecto muy sensible de la organización que, además, representa una prueba importante de la adopción de Buenas Prácticas. En este sentido, contar con una VDR segura garantiza que los secretos corporativos no lleguen a competidores y que se pueda acceder online

a la información 24/7/365 con la seguridad, la confidencialidad y el seguimiento de quién la consultó, aspecto que sigue siendo la principal preocupación.

¿Cómo han cambiado los proyectos gestionados por la VDR de Multipartner desde el inicio de la crisis?

Desde el inicio de la pandemia hemos experimentado un gran crecimiento del uso de nuestro Virtual Data Room para procesos de reestructuración y ERTes donde el equipo de RRHH de nuestro cliente necesita intercambiar información con sus asesores externos del área laboral. Además, tras el Real Decreto-ley 8/2020 que aprobó la línea de avales para las empresas en dificultades hemos desarrollado una nueva solución VDR que “virtualiza” la gestión de las sucursales bancarias en toda la red y segrega la solicitud del cliente, en función de su sucursal bancaria, dirección territorial y corporativa. Es decir, dentro de cada carpeta, cada sucursal bancaria y cliente pueden intercambiarse de manera segura y segregada desde el formulario de solicitud a los diversos documentos necesarios para tramitar el aval. De esta manera, garantizamos una gestión confidencial de la tramitación y concesión de los avales Covid-19 de manera rápida y efectiva, ordenando y controlando totalmente el proceso. De cara a los próximos meses, los expertos apuestan por una oleada de operaciones distress y de reestructuración e incluso de nacionalización.

Muchos trabajadores han trasladado, por necesidad, sus datos personales a sus hogares, ¿qué riesgos implica?

Esta situación multiplica el riesgo de que se pierdan los datos o se ponga en riesgo su confidencialidad. De hecho, la Agencia Española de Protección de Datos ha publicado una serie de recomendaciones para proteger los datos personales en situaciones de movilidad y teletrabajo. La mayoría de las empresas tienen poca o ninguna visibilidad o control sobre el acceso remoto a sus redes empresariales, lo que dificulta el poder identificar y evitar a los actores maliciosos. A esto se suma un incremento del “phishing”, usando como gancho al propio coronavirus. Todos estos problemas se evitan con una VDR donde las empresas pueden tener sus datos cifrados aunque se encuentren en un equipo remoto, controlar los permisos de acceso y auditar los accesos a la información. Además, pueden revocar el acceso a cualquier información protegida, evitar posibles fugas de datos y te-

“ En estos momentos, contar con una Cyber Due Diligence, al mismo nivel que la financiera o legal, cobra especial relevancia y otorga tranquilidad al comprador ”

nerlos bajo control en los equipos pese a estar teletrabajando. Es imprescindible contar con un proveedor que ofrezca las mayores garantías de confiabilidad en materia de seguridad y control sobre los datos, con certificaciones y acreditaciones específicas en sistemas de gestión segura de la información y servidores propietarios localizados en Europa, junto a una Business Continuity y Disaster Recovery casi en tiempo real.

La semana laboral ha cambiado muchísimo ¿En qué medida ha crecido la demanda de los servicios de apoyo al cliente y de asistencia de Multipartner?

Así es. El número de horas de trabajo ha crecido enormemente, dejando prácticamente de existir el fin de semana. Los clientes y usuarios nos han llamado y escrito a cualquier hora del día y de la noche. Hemos organizado infinidad de videoconferencias por Skype, Microsoft Team, Zoom, etc. El número de solicitudes de asistencia durante el fin de semana también ha aumentado vertiginosamente e incluso nuestros clientes han podido contactar con el equipo en nuestros teléfonos móviles. Multipartner ha estado siempre y ahora, más que nunca, al pie del cañón, porque sabemos y entendemos que debemos estar al lado de nuestros clientes, que en unos momentos

tan delicados y extraordinarios se están jugando mucho.

Para terminar, ¿el Covid-19 marcará un hito en la adopción de soluciones cloud de las empresas españolas?

El teletrabajo ha traído indudables efectos positivos sobre el tráfico y la contaminación pero también en la digitalización, donde España necesitaba una aceleración definitiva. Desde 2017 la adopción de soluciones cloud para desarrollar la actividad empresarial no ha parado de crecer. Más del 75% de las empresas españolas han adoptado ya estas soluciones por sus enormes ventajas en términos de ahorro, seguridad y productividad. Sin embargo, algunas compañías siguen siendo reacias. Poniendo en marcha nuestro proyecto #solidaridadigital para Covid-19 hemos contribuido a pisar el acelerador de la digitalización. Aunque nuestra plataforma es muy fácil de utilizar, hemos ofrecido formación gratuita, otra variable importantísima. La iniciativa ha sido una gran apuesta, pero ya empezamos a recoger los frutos. Es como si estuviéramos experimentando el futuro que siempre hemos soñado y esperemos no volver atrás. Algunos estudios asignan al mercado VDR un valor global que supera los \$1.000M y un potencial de crecimiento de dos dígitos en la próxima década.



El Equipo comercial y de Client Support España de Multipartner.

INFRAESTRUCTURAS IT

UNA APUESTA DE FUTURO

→ Las infraestructuras de telecomunicaciones pisan fuerte. Con Cellnex, Telxius y Lyntia a la cabeza, el sector lidera el mercado europeo gracias a la intensa actividad corporativa de los principales players nacionales dentro y fuera de nuestras fronteras. Las desinversiones de activos iniciadas por las grandes operadoras de telecomunicaciones supondrán un importante caldo de cultivo de operaciones durante los próximos meses. Mientras, el sector desafía la crisis del Covid-19 avanzando en el despliegue del 5G y la mejora de la red de fibra.

La imparable estrategia de crecimiento inorgánico de los operadores estratégicos y el interés de fondos de private equity e infraestructuras en los últimos años colocan al sector de infraestructuras de telecomunicaciones como uno de los protagonistas por número de operaciones y volumen de inversión. El atractivo del sector reside en sus características únicas: genera flujos de caja estables y predecibles gracias a los contratos o regulación que sustentan a los activos; son necesarios para poner en marcha cualquier servicio de telecomunicaciones con una demanda creciente de velocidad y capacidad, en un momento crítico marcado por el despliegue del 5G y la mejora de las redes de fibra. “En algunos activos, incluso se perciben pagos up front por parte de los clientes por el uso de la infraestructura por periodos largos de tiempo”, indica Óscar

Arroyo, Socio de Financial Advisory de Deloitte. En consecuencia, la inversión en este tipo de infraestructuras ofrece un perfil retorno-riesgo realmente atractivo para fondos de private equity e infraestructuras y aporta un efecto positivo en términos de diversificación de una cartera de inversión. Para Borja Olaso, Principal de Greenhill

“ Las desinversiones de torres por parte de las telecos se basa en que los ebitdas que generan estas infraestructuras son valorados con múltiplos más altos si están en manos de operadores neutros ”

& Co, la elevada competencia entre fondos de infraestructuras, la liquidez existente y las pocas oportunidades que ofrecen las infraestructuras tradicionales, han llevado a este tipo de inversores a ser más creativos a la hora de buscar oportunidades. “Esto no significa que las infraestructuras de telecomunicaciones no hayan existido en el pasado, si no que el apetito ha crecido y hoy es un asset class con derecho propio y con equipos especializados, en parte por la búsqueda de oportunidades con visibilidad de flujos de caja, barreras de entrada, contratos a largo plazo, exposición a créditos seguros, crecimiento potencial (5G e incremento de uso de datos), poco riesgo y alta capacidad de apalancamiento por parte de los inversores financieros”. A esto, se une la reciente ola de carve out por parte de las operadoras que ha generado muchas oportunidades y el potencial de crecien-

to y consolidación vía build up que ofrecen este tipo de compañías. En palabras de **Luis Casals, Socio de Baker McKenzie**, “las empresas de infraestructuras de telecomunicaciones están ofreciendo una alta rentabilidad, superior a la del resto de las telecos. Adicionalmente, los inversores financieros han identificado que el sector tiene las características clave de otros activos tradicionales de infraestructuras como las barreras de entrada, la visibilidad de los flujos de efectivo, a menudo contratos a largo plazo y, en general, una alta conversión de efectivo. Para llevar a cabo este tipo de operaciones se necesita un know how concreto, y los fondos de capital riesgo se han centrado en la adquisición de las operadoras tradicionales. Entre ellas, Antin adquirió la actual Lyntia, KKR entró en el capital de Telxius o Cinven compró Ufnet”. Junto a ellos, **GED** también cuenta con una interesante trayectoria en el sector. En 2007, invirtió en Telecom CLM, compañía que traspasó a finales de 2019 a Equitix con éxito. “Cuando entramos en la compañía, se dedicaba fundamentalmente a la difusión de la señal de la televisión autonómica. Vimos claro el potencial de emplear la infraestructura para empezar a alojar equipos de telefonía móvil. En 2007, gestionábamos apenas 300 emplazamientos y, 12 años después, superaban los 1.100. Además, cuando entramos teníamos un único cliente en las torres y ahora trabajan con la televisión, con todos los operadores de telefonía móvil, da servicios de telecomunicaciones con su propia marca (telefonía e internet) y tiene su propio espectro de 4G”, señala **David Velázquez, Partner de GED Infrastructure**.

Aunque la actividad del private equity ha sido intensa, los operadores neutros de infraestructuras de telecomunicaciones han marcado el paso en lo que a operaciones corporativas se refiere. Cellnex, sin duda, se ha erigido como líder del segmento de torres de telecomunicaciones en Europa gracias a las adquisiciones realizadas recientemente en Reino Unido, Francia, Italia, España, Portugal o Suiza. Telxius estudia interesantes movimientos en Alemania de la mano de su matriz, Telefónica. En fibra óptica, la más activa ha sido Lyntia. “Estas compañías se han convertido en operadores independientes con una estructura financiera sólida, que les ha permitido realizar la inversión necesaria en las implementaciones y desarrollos de la tecnología, infraestructura, y que optimiza mediante la comercialización a operadores minoristas, clientes como Facebook, Google o Amazon (que necesitan almacenar y transmitir gran cantidad de datos), u operadores con necesidad de ser-

CELLNEX, el líder indiscutible del mercado europeo

SI HAY UN PROTAGONISTA EN EL MERCADO DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE TELECOMUNICACIONES EN ESPAÑA, ESE ES CELLNEX. EN SÓLO CINCO AÑOS, EL GRUPO MULTIPLICADO SU TAMAÑO GRACIAS A UN AMBICIOSO PLAN DE ADQUISICIONES A NIVEL EUROPEO COMBINADO CON UNA FIRME APUESTA POR EL CRECIMIENTO ORGÁNICO.

El sector de las infraestructuras de telecomunicaciones ha superado el reto que planteaba el Covid-19, ¿Cómo ha afrontado este desafío?

Al igual que muchos otros sectores de la economía, la industria de las telecomunicaciones se ha visto afectada por la crisis del Covid-19. En el caso de las compañías de infraestructuras de telecomunicaciones como Cellnex, declaradas como un servicio esencial, hemos tenido que desplegar desde el primer momento planes de contingencia y continuidad del negocio para preservar la seguridad y disponibilidad de los servicios que prestamos 24x7 y hacerlo asegurando al mismo tiempo la aplicación de las medidas más estrictas de protección de nuestros empleados. El sector ha trabajado sin descanso para garantizar la conectividad a las personas, las empresas y la Administración, especialmente durante el confinamiento en el que se han producido incrementos sin precedentes de consumos de radio, TV, telefonía e Internet.

¿Por qué han crecido de forma tan notable la actividad de M&A en el sector?

En mi opinión, las operaciones corporativas, que han seguido y seguirán activas en el sector, responden a un cambio de naturaleza más estructural que se está dando en el sector y que básicamente consiste en el proceso de separación de la gestión de las infraestructuras respecto de la prestación de los servicios por parte de los operadores móviles.

Cellnex lidera el proceso de concentración que vive el mercado europeo ¿Todavía quedan oportunidades?

Efectivamente, queda mercado, especialmente en Europa, nuestro mercado natural. En la actualidad cerca del 75% del total de emplazamientos de telecomunicaciones en el continente sigue siendo propiedad de los

operadores móviles (MNOs), por lo que queda recorrido en el marco de esta tendencia de externalización de activos impulsada por la necesidad de incrementar la compartición, la eficiencia, la optimización de costes y la captura de valor por parte de los MNOs, generando recursos que pueden destinar a nuevas inversiones como el 5G, o bien a la mejora de sus estructuras de balance. Entendemos que esta tendencia es estructural y tiene recorrido en el tiempo y que seguirá ofreciendo oportunidades para operadores de infraestructuras como Cellnex con una visión industrial de largo plazo que, además de aprovechar las oportunidades de crecimiento inorgánico, tiene el foco puesto en acompañar a sus clientes en la gestión del día a día a largo plazo y, por ello, en la consolidación de un crecimiento orgánico sostenido y sostenible.

¿Veremos operaciones interesantes de Cellnex en los próximos meses?

Dependerá de las oportunidades que surjan en el mercado y su encaje en nuestro proyecto industrial. De hecho, tras un 2019 transformador en cuanto al crecimiento y consolidación del grupo en mercados clave, en 2020 la compañía ya ha concretado sus dos primeras operaciones en Portugal con la adquisición de Omtel y NOS Towering; ha reforzado su presencia en Francia a través de un nuevo acuerdo con Bouygues Telecom para desplegar una red de fibra (fibra a la torre FTTH) para impulsar el ecosistema 5G; y ha recibido la luz verde sin condiciones de la CMA a la adquisición de la división de telecomunicaciones de Arqiva, acordada el año pasado en el Reino Unido. Con estas operaciones y las previsiones de despliegue de nuevas infraestructuras hasta 2027, Cellnex pasará a gestionar más de 60.000 emplazamientos en los ocho países europeos en los que ya opera.



ÀLEX MESTRE
Deputy CEO de Negocio de CELLNEX TELECOM

vicio en áreas sin cobertura con propia red que no justifican la inversión en capex”, dice **Arroyo**. Sin embargo, es importante destacar que algunos de estos inversores estratégicos son build ups liderados por fondos de private equity e infraestructuras. “La mayoría de inversores estratégicos son plataformas sponsorizadas por inversores financieros (Lyntia/Antin, Phoenix/Blackstone, Axion/AMP) buscando consolidar el mercado para generar sinergias y así poner a trabajar más capital

de manera rentable. La excepción es Cellnex, una cotizada con una tesis de inversión similar”, apunta **Olaso**.

Externalización de torres

Si hay una estrategia que está dando que hablar en el mercado es la desinversión de torres y activos como centros de datos por parte de las operadoras tradicionales. Telefónica inició el proceso hace ya unos años con la creación de Telxius, su spin-off, y el resto (Orange, MásMó-



vil, Vodafone,...) han seguido sus pasos en los últimos meses. Según **Almudena Arpón de Mendivil, Socia de Gómez-Acebo & Pombo**, “estas desinversiones vienen dadas por el nivel de endeudamiento de las operadoras debido al desarrollo de estas infraestructuras, al pago del espectro radioeléctrico, a la alta liquidez que ha existido hasta ahora en los mercados, a que los deals se estructuran sobre rentas aseguradas, y a que estas rentas generan en el mercado una valoración de los negocios de infraestructuras con un múltiplo muy superior al que cotizan las operadoras. La diferencia de valoración oscila en entornos de 15x ebitda para operadores de infraestructuras frente a 6x ebitda para las telecos”. En transacciones en las que el operador de telecomunicaciones mantiene una participación importante o mayoritaria en infraestructura no se alcanzan los múltiplos más altos por la menor capacidad de un operador de rentabilizar y obtener las sinergias sobre esos activos. “Las necesidades de tesorería llevan a los operadores de telefonía a monetizar sus activos a través de operaciones de sale and lease back. Las torres y otras infraestructuras han dejado de ser elementos esenciales para competir. Al ser infraestructuras pasivas, su externalización no supone un riesgo corporativo, pero obtienen liquidez para invertir en más fibra, en el despliegue de las redes 5G o en la adquisición de frecuencias de radio adicionales, por ejemplo”, comenta **Arpón de Mendivil**. Esta tendencia no es única en España. Otros países europeos y EE.UU., donde tan sólo el 20% de la infraestructura está en manos de los operadores de telefonía, nos llevan la delantera. Los inversores estratégicos prota-

gonizan este tipo de operaciones; son los únicos que han demostrado su capacidad de actuar como un tercero independiente frente a las telecos, obteniendo sinergias al coubicar a distintas operadoras en una misma infraestructura. “Los operadores de infraestructuras han visto una enorme oportunidad en la estrategia de desinversión de las operadoras de telefonía. Esta tendencia se ve en el mercado como estructural, a largo plazo, que puede seguir generando oportunidades en el negocio. Este tipo de compradores ven en la adquisición una oportunidad de agregar valor a su negocio y de aumentar su participación en el mercado”, apunta **Casals**.

Fibra óptica

Tampoco es un caso único en el sector. Según el CEO de **Lyntia, Juan Francisco Fraga Díaz-Chiron**, el segmento de fibra óptica ha asistido en los últimos años a un proceso de externalización por parte de las utilities. “Inicialmente, los principales players del sector fueron utilities que desplegaron fibra óptica para la explotación de sus redes de transporte o distribución

de energía y decidieron comercializar su capacidad excedentaria cuando se produjo la liberalización de las telecomunicaciones a finales de los 90. Con el paso del tiempo, algunas de las utilities decidieron desprenderse de su negocio de fibra y centrarse en su actividad principal. **Naturgy** fue la primera en tomar esa decisión, vendiendo **Ufinet** a **Cinven** en 2014. Posteriormente, en 2018, **Antin** se hizo con la parte española de ese negocio, dando lugar a lo que actualmente es **Lyntia**”. Desde la entrada del fondo, la compañía ha activado un plan de adquisiciones muy relevante. Primero, se hizo por €260M con redes de **Iberdrola**, a lo que sumó por €132M otras de **Endesa**. “En 2019, adquirimos en exclusiva el derecho de uso a largo plazo sobre la red excedentaria de fibra óptica de **Iberdrola** y **Endesa**, y la cesión de contratos de fibra oscura y capacidad con clientes. Estas operaciones nos han permitido ganar en cobertura y capilaridad, ya que las redes de **Iberdrola** y **Endesa** eran muy complementarias de la infraestructura que ya poseíamos. Actualmente disponemos de más de 42.000km de fibra en España. A finales de año compramos también varias redes FTTH en Andalucía y Levante con unos 344.000 hogares pasados”, expone **Fraga**. Junto a la firma, “**Portobello** adquirió el negocio en España de la operadora británica **British Telecom**, haciendo suyos los 5.600 km de fibra óptica utilizada por **British Telecom** en el despliegue de sus servicios. También a finales de año, **Macquarie** adquirió la red de fibra óptica de **MásMóvil**, encargada de suministrar servicios en Madrid, Barcelona, Valencia, Sevilla y Málaga”, recuerda **Casals**.

La intensa actividad de M&A en el sector y el potencial de crecimiento a futuro han tenido un importante impacto en los múltiplos de valoración. Según **Arroyo**, “la perspectiva de crecimiento de cara a los próximos cinco años supone un escenario de altos múltiplos en futuras transacciones. En los últimos ejercicios, los múltiplos EV/ebitda de compañías gestoras de cable y torres de telecomunicaciones han sido 10 puntos porcentuales mayores, de media, que los de entre 2016 y 2018 (18,6x para **TowerCos** y 20,3x para **FiberCos**, en 2018). Por ejemplo, una de las compañías más activas en el sector, **Cellnex**, ha realizado desde mayo 2015 inversiones por un total de €4.000M con una media de múltiplo EV/ebitda de aproximadamente 14x. Además, es un sector que ha mostrado importantes rentabilidades para los inversores y que sigue resultando atractivo para inversores estratégicos y financieros”.



PRINCIPALES OPERACIONES DEL SECTOR DE LAS INFRAESTRUCTURAS IT

AÑO	EMPRESA	COMPRADOR	VENDEDOR	% ADQUIRIDO (% ALCANZADO)	DEAL VALUE (EN €M)
2020	NOS Towering	Cellnex Telecom	NOS	100%	375
2020	Omtel Estructuras de Comunicações	Cellnex Telecom	Altice Europe Belmont Infra Holding's	100%	800
2019	Telecom Castilla-La Mancha (Telecom CLM)	Equitix	GED Infrastructure	55%	Conf.
2020	División de Telecomunicaciones de Arqiva	Cellnex Telecom	Arqiva	100%	unos 2.242
2019	Hispasat	REE	Abertis	89,65%	933
2019	Signal Infrastructure Limited	Cellnex Telecom	InfraVia Capital Partners	100%	210
2019	Telefónica Data Centers	Asterion Industrial Partners	Telefónica	100%	550
2019	Red de fibra óptica de Iberdrola	Lyntia Networks	Iberdrola	57%	260

FINANCIACIÓN EN EL MIDDLE-MARKET TRAS EL [SHOCK]

Desde comienzos de Marzo, progresivamente según los diferentes países implementaban medidas, hemos vivido en Europa un escenario de shock social (con medidas de cuarentena médica y gestión política de emergencia), y a resultados del mismo también económico, por la afectación en la actividad de los agentes (consumidores, inversores, trabajadores).

El shock económico se trasladó, a su vez, al mercado de financiación por la dificultad de re-estimar inmediatamente el riesgo de crédito. Algunas de sus consecuencias fueron el cierre del mercado primario en el euromercado, con la interrupción de nuevas emisiones y congelación de procesos de sindicación, el incremento de los retornos del mercado secundario, con los precios cerca de los 80 (ELLI), así como la escalada del índice de cobertura, con cotas sobre los 700 (itraxx).

En el middle-market europeo, produjo una cierta hibernación, con el foco de los inversores de deuda (bancarios y no bancarios) puesto en las revisiones de impacto en el portfolio, y el de las compañías puesto en el incremento de la liquidez mediante disposiciones de líneas y/o acceso a financiación extraordinaria subvencionada, con el objetivo de prepararse para una etapa de actividad reducida.

Sin embargo, y en contraposición con otras ocasiones, durante el periodo de emergencia hemos vivido una intervención decidida del BCE, de los Estados, y finalmente de la UE, con medidas fiscales y monetarias fuera de la ortodoxia económica que han sido efectivas, al menos en el corto plazo.

Esta intervención, juntamente con una comprensión más adecuada de los efectos del shock y una expectativa de recuperación razonable, ha producido una reapertura del mercado de financiación, con nuevas emisiones en el euromercado, el secundario recuperado a niveles de 90-95, y el itraxx en 350.

Desde un punto de vista de mercado primario, el shock nos ha dejado con una liquidez de financiación de middle-market reducida, con operaciones realizadas sin riesgo de aseguramiento por el momento, y con incrementos de precio en una horquilla de 50-75 puntos básicos para los tramos bancarios pro-rata (TLA, RCF, CAF) y TLB, y de 125-200 puntos básicos para los tramos unitranche, con diferencias según los países.

Desde un punto de vista de análisis de crédito, quizás en contraposición con la situación post 2008, la expectativa de recuperación y las medidas públicas han facilitado un panorama generalizado de valores de equity de compañías impactados temporalmente a la baja pero permaneciendo bien positivos. Ese impacto temporal es más o menos significativo según sector (con su correspondiente patrón de recuperación), y produce en muchas empresas la necesidad de hacer una reconsideración estratégica más o menos profunda -un mundo, por cierto, muy natural para los inversores de Private Equity-.

Desde un punto de vista de las estructuras de capital, en muchos casos éstas

“ Desde un punto de vista de las estructuras de capital, en muchos casos éstas quedan ahora en una posición de falta de adecuación ”

quedan ahora en una posición de falta de adecuación, derivada precisamente de (i) una estrategia de compañía (y Business Plan) que debe ser revisada y además (ii) con un nuevo tramo de financiación extraordinaria que ha sido insertado en la estructura rápidamente pero presentando una cierta rigidez, y con afectación sobre ciertas condiciones de la preexistente (endeudamiento adicional, covenants, etc.)

Ese grado de adecuación de la estructura de capital a la fase post-shock dependerá desde luego de cada caso específico, pero lógicamente en sectores impactados con patrón de recuperación más lento y/o volátil (i) las estructuras con un componente de amortización de deuda elevado (basadas en un tramo TLA que sea significativo con respecto a la generación de Cash Flow) pueden generar tensión y (ii) aquellas que presenten un tramo de deuda de alto retorno incrementando su valor a costa del valor de equity (y no en línea) pueden presentar un problema técnico. Además, la adecuación también será defi-



Marlborough
PARTNERS

PEDRO MANEN
SOLÀ-MORALES



OBSERVATORIO DE DEUDA

nida por la gobernanza de la estructura de capital, y su capacidad para responder con rapidez y con lógica de negocio en un momento de toma de decisiones importantes, ayudando la recuperación rápida de valor.

En lo que respecta al proceso de cambio de la estructura, una buena parte de operaciones podrán ser gestionadas por el asesor con dos alternativas (tracks) en paralelo: (i) una de refinanciación de mercado primario con liquidez local e internacional, y (ii) otra consistente en un amendment que incorpore un add-on facility, con una gestión diferenciada si el dinero procede de prestamistas ya presentes o bien de nuevos (un lugar natural para los actores de special situations internacionales). Este segundo track podrá gestionarse en algunos casos con el proceso de homologación como back-up legal.

Para aquellos casos donde el valor real de la deuda esté por debajo del valor nominal, la necesidad será de una reestructuración más profunda, potencialmente con el intercambio de deuda por equity.

Desde un punto de vista de los fondos de Private Equity, el shock y los procesos de refinanciación pueden implicar la exigencia (y oportunidad) de invertir en las compañías del portfolio, incentivada por valores de equity positivos y con expectativa de recuperación. También la necesidad de extender los plazos de inversión, para salir en un momento de valor adecuado. Aquí la financiación directa a fondo (Fund Finance) puede demostrarse como un instrumento determinante para realizar esos aumentos de capital en participadas (particularmente mediante NAV facilities levantadas en el contexto de fondos maduros), así como la actividad de secundarios para dar soluciones a las agendas temporales (o tácticas) de los LPs.

Desde sus orígenes a principios de los años 70, Norgestión ha sido pionera en la gestión temporal de empresas en situaciones especiales y en consultoría de dirección. Por eso, su visión del momento actual es muy clara: toda gran crisis produce cambios duraderos. Es el momento de que las compañías empiecen a gestionar el cambio para adaptarse "a la nueva normalidad" y salir reforzadas. En opinión de Arratibel, las sucesivas crisis nos recuerdan que diversificar negocios y mercados, una adecuada internacionalización y una buena diversificación de fuentes de financiación resultan prioritarias para garantizar la viabilidad.



YON ARRATIBEL

Socio Director de Consultoría y Gestión de NORGESTIÓN

vista financiero, no sobreapalancar facilita la viabilidad de las compañías, junto a una correcta diversificación de negocios y mercados, una adecuada internacionalización y una buena diversificación de la financiación. En esta crisis las autoridades políticas y financieras han reaccionado rápidamente haciendo que la tesorería no sufra en exceso en el cortísimo plazo. Sin embargo, debemos ser muy cautelosos porque toda esa financiación extraordinaria tendrá que devolverse y, si los mercados y negocios no se recuperan con cierta rapidez, puede haber un estrangulamiento financiero en los dos próximos ejercicios. Si esto ocurre, las insolvencias se multiplicarán extraordinariamente. Desde un punto de vista de gestión también es fundamental que las compañías y sus líderes tengan credibilidad para llevar a cabo sus planes de negocio. Deben definir una hoja de ruta con el apoyo de clientes proveedores, trabajadores y su entorno institucional y social más próximo. Y, por otra parte, la gestión de la comunicación también será un factor crítico para culminar con éxito los proyectos de reestructuración.

50 AÑOS GESTIONANDO Y ASESORANDO SITUACIONES DE CAMBIO:

"Las sucesivas crisis nos recuerdan que conceptos como diversificación y solvencia son prioritarios para la supervivencia"



En términos de gestión, ¿las empresas están siendo flexibles y ágiles para adaptarse al nuevo entorno?

Muchas compañías con las que estamos trabajando intensamente han sido rápidas tomando decisiones y adoptando las medidas sanitarias necesarias para seguir con su actividad, han tramitado ERTes para adaptarse a la demanda, han incorporado líneas ICO para garantizar liquidez, etc... En términos de gestión resulta fundamental que las organizaciones tengan máxima flexibilidad y agilidad para adaptarse a las nuevas circunstancias. Estamos viviendo momentos delicadísimos. A diferencia de las crisis previas, iniciadas durante varios meses y de for-

ma escalonada por geografías, esta vez el shock ha irrumpido en la mayoría de los países desarrollados al mismo tiempo y en pocas semanas. En el caso de España, además, apenas acabábamos de recuperarnos de la gran recesión previa. La normalidad tardará en volver o incluso, en algún caso, cambiará para siempre.

Desde su experiencia, ¿qué lecciones podemos extraer de las sucesivas crisis?

Las sucesivas crisis nos recuerdan la importancia de conceptos básicos empresariales como la solvencia y una adecuada diversificación. En momentos de dificultades, la caja es crítica para la supervivencia de la empresa. Desde un punto de

Entonces, ¿es momento de empezar a gestionar ya el cambio?

Sin duda. Las anteriores crisis fueron mejor soportadas por aquellas compañías que contaban con un balance saneado, endeudamiento reducido, posiciones de liquidez razonables, una estructura operativa eficiente y un modelo de negocio diversificado internacionalmente. Aquellas empresas que habían trabajado con anterioridad su posicionamiento estratégico, planificando su futuro y tomando decisiones, afrontaron mejor la crisis que sus competidores. Cuanto mayor sea la incertidumbre, más ágil debe ser la toma de decisiones. Toda gran crisis ha producido cambios duraderos. A medio y largo plazo, las compañías que tendrán éxito serán aquellas que sepan aprovechar las oportunidades que surjan y se adapten mejor al nuevo escenario.

¿Qué papel puede jugar la industria del private equity en esta crisis?

Sin duda, un elemento diferencial de esta crisis, al menos en España, es la fortaleza de la industria de private equity que, en estos momentos, se encuentra muchísimo más desarrollada que en 2008. Se ha profesionalizado de manera sobresaliente y muchos jugadores internacionales operan ya con normalidad en nuestro mercado. Los fondos españoles, que disponen de más de €4.000M para invertir, tendrán magníficas oportunidades. Creo que puede ser más interesante y rentable para ellos poner el foco en las nuevas oportunidades y, por supuesto, en las inversiones más atractivas de su cartera que, en general, esforzarse por llevar a cabo turnarounds en compañías participadas y apalancadas en sectores a los que la crisis afectará especialmente y con gran incertidumbre en su recuperación.

Ahora que los fondos están volcados en gestionar sus carteras, ¿cómo les están apoyando con sus participadas?

El private equity siempre ha sido prioritario para Norgestión. Hemos participado en numerosas inversiones, desinversiones y en operaciones de gestión. Uno de nuestros servicios habituales es incorporararnos como Consejeros Coordinadores a sus participadas. Una posición, desde la que hacemos un seguimiento exhaustivo a la gestión de los Directores Generales y, en el día a día, aportamos nuestro conocimiento sectorial para alcanzar los objetivos marcados por el Consejo de Administración. Es relevante que los fondos mantengan su foco en aquellos activos donde realmente puedan crear valor y desinvirtan lo antes posible de los proyectos con mayores dificultades. En algunos negocios, pese a los muchos esfuerzos y recursos, será muy difícil crear valor e incluso recuperar parte de la inversión inicial. En estos casos, aportamos soluciones creativas e imaginativas para poder desinvertir rápidamente.

¿Habrá oportunidades para los fondos más operativos, que se mojen en repensar los modelos de negocio?

Absolutamente. No será algo generalizado, pero veremos operaciones de inversión primarias a precios más razonables que los vividos recientemente: tomas de participaciones mayoritarias o en minoría en compañías estresadas financieramente; operaciones de build up para fortalecer participadas, entradas en carve outs de multinacionales... Aquellos fondos en fase inversora y con equipos con experiencia en recesiones, pueden reali-

zar operaciones muy atractivas para desinvertir cuando el ciclo vuelva a ser alcista. El desembarco de los fondos distress ha venido para quedarse, tanto los que buscan estabilizar compañías como otros con planteamientos más estratégicos para la reorganización y rentabilización. En este sentido, se prevé que España sea uno de los países más afectados de la zona euro, lo que ha renovado el interés de estos fondos internacionales especializados, tanto en equity como en deuda.

¿Qué situaciones están siendo más comunes en sus mandatos?

Sin duda, la optimización del proceso de "supply chain" y de toda la estructura de MOI y MOD asociada al mismo. En ambas situaciones, realizamos un pri-

“Sin duda, un elemento diferencial de esta crisis, al menos en España, es la fortaleza de la industria de private equity, mucho más robusta que en 2008”

mer diagnóstico de urgencia y, una vez compartido con la compañía, creamos un equipo de gestión interina dirigido por Norgestión, al que incorporamos el interim manager que, en los últimos mandatos, está siendo un CRO tanto para reestructuraciones financieras como operativas. Si buscan una persona ajena a la organización para acometer los cambios es porque carecen del personal adecuado o quieren reducir su impacto estructural con un enfoque "por proyecto".

El Interim Manager aporta soluciones rápidas y efectivas en primera línea, ¿en qué posiciones?

Las posiciones más habituales suelen ser las de CEO, CFO, COO y, actualmente, la de COO. Todos ellos cuentan con conocimientos específicos y multidisciplinarios en sectores concretos o, en el caso de los CROs, en los entresijos de las leyes y normas que permiten la reestructuración de las empresas; laborales, mercantiles, financieras y concursales. Además, debe conocer bien las técnicas

de negociación con proveedores, clientes, trabajadores, entidades financieras y administraciones públicas para acomodar el balance de la empresa a su coyuntura.

¿Cómo coordinan sus equipos y áreas para ofrecer un servicio integral?

En el área legal, tenemos profesionales especializados en reestructuraciones financieras y empresariales, así como en el ámbito concursal que incorporamos al equipo de proyecto, desde el diagnóstico de urgencia inicial. Esto permite que, en la situación actual, donde los cambios normativos serán constantes y las instituciones del pre-concurso y concurso de acreedores jugarán un papel relevante en la viabilidad del tejido empresarial, se contemplen todas las alternativas legales existentes. Además, la coordinación con los equipos de Corporate Finance es bidireccional. Una vez terminado el deal de asesoramiento de compraventa, suele ser habitual que el inversor contrate nuestros servicios para ayudarle a integrar la empresa adquirida generando el máximo de sinergias posibles. En este entorno complejo, habrá oportunidades de crecimiento inorgánico para los operadores más consolidados en sus industrias.

La gran liquidez existente, ¿marcará la diferencia en esta crisis?

Efectivamente. Los mecanismos de estabilización como las líneas garantizadas por ICO son uno de los mejores ejemplos. Es evidente que en el mercado hay una cantidad ingente de dinero esperando a ser invertido. Los inversores hábiles, con agilidad en identificar, analizar y tomar decisiones parten con ventaja. La máxima de "cash is king" retornará a nuestras vidas, solo es cuestión de saber invertir con acierto, como siempre.

¿Cuáles son las nuevas reglas de oro en las negociaciones con los bancos?

La transparencia debe ser el pilar fundamental. Solo desde una relación de confianza se pueden alinear los objetivos de todas las partes. Las entidades y los asesores hemos aprendido mucho de la última crisis. Se empiezan a demandar por parte de las entidades enfoques más creativos a los asesores financieros, para dar solución definitiva a refinanciaciones que se perpetúan en el tiempo sin que se aprecie un horizonte claro de normalización financiera. En esas situaciones, las entidades valoran cada vez más soluciones que maximizan la recuperabilidad en un entorno razonable renunciando a concatenar sucesivas refinanciaciones.



➔ VozTelecom se ha consolidado como el líder en comunicaciones en la nube para empresas en España. Con el apoyo de Inveready y Capital MAB, la compañía ha crecido a doble dígito a través de un ambicioso plan estratégico centrado en la vía orgánica y adquisiciones estratégicas. Ahora, tras el éxito de la OPA lanzada por la británica Gamma Communications, el grupo inicia una nueva aventura con el foco puesto en el crecimiento.

VOZTELECOM

INICIA UNA NUEVA AVENTURA DE LA MANO DE GAMMA

Voz Telecom ha experimentado un importante crecimiento en los últimos ejercicios, ¿cuál es su estrategia?

Nuestra estrategia actual se basa principalmente en dos pilares. Por un lado, el desarrollo de crecimiento orgánico de forma rentable, como hemos venido haciendo en los dos pasados ejercicios en los que el grupo ha mejorado significativamente el ebitda tras aumentar sus ingresos de forma orgánica, y a la vez continuar con nuestra estrategia de crecimiento inorgánico

a través de la adquisición de compañías que aporten valor al grupo en el medio y largo plazo. Así ha sido en 2019 con la adquisición de dos sociedades, ComyMedia, en San Sebastián, y NetHits, en Sevilla.

En febrero, la británica Gamma lanzó una OPA sobre la compañía, ¿Cuáles fueron los términos de la oferta?

Se trataba de una oferta pública de adquisición voluntaria que establecían un precio por acción de €4,42, condicionando la compra de VozTelecom

a que se obtuviera al menos el 80% de apoyo por parte de los accionistas. El precio ofertado valoraba la totalidad de la compañía en €30,5M (Enterprise Value). Ya en el momento del lanzamiento se anunció que si prosperaba la oferta la sociedad abandonaría el MAB y que el deal ya contaba con el respaldo de los dos principales accionistas, Inveready y Capital MAB, así como del management accionista de la compañía.

El Consejo de Administración de la firma había expresado su apoyo, ¿no? ¿En qué pilares se basa la operación?

En efecto. El Consejo manifestó su opinión favorable a la oferta tras haber solicitado a Ernst & Young como experto independiente un informe financiero y opinión sobre el precio ofertado por Gamma. Posteriormente, la Fairness Opinion emitida por E&Y fue puesta también en conocimiento del mercado con opinión favorable al precio. La propuesta de futuro de Gamma para VozTelecom se basa en apoyar el crecimiento en España de la compañía para consolidar nuestra posición de liderazgo en comunicaciones en la nube para empresas y convertirnos en uno de los principales operadores de telecomunicaciones para empresas del mercado nacional. Un mercado, el nuestro, que se estima seguirá creciendo a doble dígito en los próximos cinco años. La experiencia de Gamma en Reino Unido y su apoyo financiero será un pilar fundamental para poder seguir implementando la estrategia de crecimiento inorgánico y consolidar un sector que se encuentra muy atomizado en estos momentos, con cerca de una docena de compañías en este nicho.

El deal estaba condicionado a alcanzar el 80% del capital, pero el apoyo ha sido unánime, ¿Cómo ha culminado?

Tras publicar la oferta y una vez transcurrido el período de adhesión voluntario, Gamma alcanzó el 94,9% del capital de la sociedad. Finalizado dicho período, la sociedad mantuvo una oferta de compra de títulos sostenida en el mercado para aquellos accionistas que no manifestaron su adhesión, con el objetivo de ofrecer liquidez a sus títulos de forma previa a la exclusión del MAB, que se producirá antes de finalizar el mes de Junio. El precio ofertado ha sido el mismo, €4,42.

La operación supone la salida de Inveready y Capital MAB, ¿Cuál era la presencia de los fondos en el accionariado de VozTelecom?





→ Xavier Casajoana,
CEO de VOZTELECOM

“ La oferta de Gamma ascendía a €4,42 por título por lo que, en términos de valoración, ha habido una razonable aportación de valor a los accionistas, con una rentabilidad del 52% respecto del precio de salida al mercado ”

Efectivamente, nuestros dos accionistas principales respaldaron la operación desde el inicio, han acudido a la oferta y, por lo tanto, han salido del capital. Inve-ready ostentaba el 20% del accionariado y Capital MAB, el 12%. Ambos entraron en VozTelecom en abril del 2018, adquiriendo la mayor parte de su participación a fondos de capital riesgo presentes en la sociedad desde antes de la salida al MAB y habían apoyado a la compañía desde sus primeras etapas. Por otro lado, Inve-ready, a través de otro de sus vehículos de inversión, era uno de los bonistas que acudieron a la emisión de deuda convertible que realizamos en julio del 2018.

De hecho, han tenido el apoyo del venture capital desde el principio... Su primera ronda de financiación data de 2004, ¿no?

Así es. La compañía desarrolló desde sus inicios en 2004 varias rondas de financiación. Primero, de capital semilla, contando con el apoyo de fondos como BCN Emprèn, Invertec y Litexco, y, en una segunda etapa, completó varias rondas de capital crecimiento con la entrada de FonsInnocat y HighGrowth Innovación. Todos estos fondos, a excepción de BCN Emprèn, seguían en el accionariado en la salida al MAB en 2016.

¿Qué papel ha jugado el venture capital en su trayectoria? ¿Cree que su

paso por VozTelecom ha sido satisfactorio para los fondos?

En estos 15 años, hemos experimentado un crecimiento continuado de ingresos y un aumento de penetración en el mercado, pasando de ser pioneros en el sector de la telefonía IP a ocupar una posición destacada en el mercado de las comunicaciones en la nube para empresas, un desarrollo que ha sido posible, en parte, gracias al apoyo financiero del venture capital. Sin él, hubiera sido imposible alcanzar el tamaño y posición de liderazgo actual en nuestro segmento. En el mercado en el que operamos y especialmente en sus etapas tempranas de inmadurez, fueron necesarias muchas inversiones en desarrollo comercial, de producto e I+D que sólo podían ser soportadas con instrumentos de capital riesgo. Por otro lado, salimos al MAB con una ampliación de €2,8M a un precio de €2,9 por acción, un valor que aportaba una buena valoración a las participaciones de los fondos en el grupo en ese momento. La oferta de Gamma ascendía a €4,42 por título por lo que, en términos de valoración, considero que sí ha habido una razonable aportación de valor a los accionistas, con una rentabilidad del 52% respecto del precio de salida al mercado.

En 2016, VozTelecom dio el salto al MAB ¿Han comenzado ya el proceso de exclusión del alternativo?

Durante este mes se producirá la exclusión de la sociedad del MAB, casi tres años después de haber debutado en el mercado. Como no podía ser de otra manera, valorar nuestro paso por el alternativo de forma muy positiva. Gracias a la salida al MAB, con la ampliación de capital, la entrada posterior de nuevos accionistas y la emisión de deuda convertible para ejecutar las operaciones de M&A, hemos podido implementar el plan estratégico que habíamos diseñado cuando salimos al mercado. Todo esto nos ha permitido convertirnos en el operador líder en comunicaciones en la nube para empresas en España. Además, la compañía ha resultado atractiva para actores internacionales con interés en el mercado nacional, lo que ha culminado con la compra de VozTelecom por parte de Gamma Communications. Ser una compañía cotizada ha aportado mucho valor y seguridad al comprador a la vez que ha permitido a los accionistas tomar la decisión más adecuada al respecto de la oferta, con un resultado muy mayoritario de adhesión.

En el momento de su debut, la capitalización de VozTelecom era de €13M ¿Por qué se decidieron a dar el paso hace ya 4 años?

Los motivos principales de nuestra salida al MAB fueron tres. El primero contar con recursos adicionales para

impulsar nuestro plan de expansión comercial, recursos que obtuvimos con la entrada de nuevos accionistas vía la ampliación de capital y con el apoyo también de varias entidades financieras. El segundo motivo era la necesidad de establecer un marco temporal y entorno societario que permitiera a cada uno de los fondos de inversión que nos habían estado apoyando poder salir del capital en función de sus necesidades y expectativas individuales. Y, el tercero y último, fue la necesidad de poder financiar futuras operaciones de M&A. De hecho, así ha sido con la emisión de bonos de €2M que realizamos.

En los últimos meses, han cerrado dos adquisiciones, ¿Es el M&A la mejor vía para crecer?

Actualmente nos centramos en dos vías de crecimiento igual de importantes para nosotros. La ampliación de nuestra red de distribución con la incorporación de nuevos partners y franquiciados en diferentes provincias, así como la adquisición de compañías que nos puedan aportar valor en el medio y largo plazo. Estas estrategias nos permitirán seguir creciendo de forma rentable y sostenible por encima de los índices del mercado de comunicaciones en la nube para empresas. Este es nuestro objetivo, por lo que seguimos buscando nuevas oportunidades de adquisición en España.

¿Qué características debe tener una compañía que encaje en VozTelecom?

En primer lugar, tiene que aportarnos presencia local en su mercado natural, con cartera de clientes empresariales a quienes preste sus servicios, con un elevado componente de ingresos recurrentes y siempre en el ámbito de las comunicaciones y TIC. También es importante que amplíe nuestra oferta actual de servicios para empresas y que



“ Ser una cotizada ha aportado mucho valor y seguridad al comprador y ha permitido a los accionistas tomar la decisión más adecuada ”

aporte capacidades comerciales que podamos impulsar. Buscamos por supuesto compañías que tengan a sus socios fundadores al frente y que vean como una oportunidad empresarial y de retorno de su inversión la incorporación al grupo.

Su primer deal fue ComyMedia, ¿En qué consistió la operación?

Adquirimos el 100% de la sociedad a sus dos socios fundadores y a un tercer inversor financiero. Tras la operación, ambos socios continúan vinculados al grupo, uno de ellos en el Comité de Dirección de VozTelecom. ComyMedia nos ha permitido entrar en un mercado en el que teníamos muy poca presencia, el País Vasco, y además nos aporta una

larga experiencia comercializando y operando soluciones e infraestructuras TIC para clientes empresariales y organismos públicos, por lo que, gracias a la integración de ComyMedia, VozTelecom cuenta con una nueva división de Soluciones e Infraestructuras para atender una demanda cada vez mayor de servicios TIC en la nube de nuestros clientes.

Poco después, cerraron la compra de Nethits, ¿Qué aporta la compañía a VozTelecom?

La compra de Nethits, ahora VozTelecom Andalucía, perseguía dos objetivos: establecer una mayor presencia comercial en Andalucía que nos permitiera desarrollar con mayor intensidad ese mercado y apoyar de forma más próxima nuestro canal de distribución en la región. Nethits era el resultado de la fusión de dos compañías dedicadas a prestar servicios de comunicaciones a empresas muy similares a los de VozTelecom con las que habíamos identificado sinergias relevantes. Por ello, formalizamos la compra adquiriendo el 100% de la sociedad a un grupo empresarial que estaba desinvirtiendo en diferentes sectores, uno de ellos el de las telecomunicaciones para centrarse en su negocio core. Como parte del deal, integramos también a su equipo directivo en el grupo.

¿Cuáles fueron sus cifras en 2019?

Cerramos 2019 con una cifra de ventas consolidada proforma ‘full year’ de €15,5M, considerando la contribución de Nethits y ComyMedia durante todo el ejercicio, lo que suponía que anticipábamos en un año la cifra de ingresos prevista en nuestro plan de negocio actual. Sin tener en cuanta las adquisiciones, la sociedad cerró el ejercicio con un aumento relevante del ebitda del 86% respecto al año anterior, alcanzando los €1,9M, lo que pone de manifiesto la creciente rentabilidad de la compañía.

¿Y su deuda? ¿Cómo han financiado las recientes compras?

Financiamos las dos compras con los recursos obtenidos con la emisión de €2M de deuda convertible, con el objetivo de destinar el resto de los recursos financieros de la compañía al desarrollo del crecimiento orgánico. A cierre del ejercicio, la deuda financiera neta del grupo excluyendo los bonos (al estar ‘in the money’) es de €5,2M, con una ratio de 2,82x ebitda frente al 1,19x de 2019, ya que los €2M de la emisión de los bonos estaban en la caja a cierre de 2018.

PRINCIPALES OPERACIONES DE VOZ TELECOM

AÑO	EMPRESA	COMPRADOR	VENDEDOR	% ADQUIRIDO (% ALCANZADO)	DEAL VALUE (EN €M)
2020	VozTelecom	Gamma Communications	Inveready Capital MAB (ICF) Grupo de Directivos	94,9%	19,25
2019	ComyMedia Proyectos y Servicios	VozTelecom	Íñigo Loiarte y Carlos Goicoetxea	100%	0,4 + earn out de hasta 0,15
2019	Nethits Telecom Solutions	VozTelecom	NetHits Telecom Group	100%	2,2
2018	VozTelecom	Inveready Capital MAB (ICF)	Highgrowth Partners (Highgrowth Innovación)	16,9% 12,44%	Conf.
2016	VozTelecom			100% Listing MAB	13,02

Fuente: Capital & Corporate.



EL M&A EN TIEMPOS DEL COVID-19:

“La crisis generará nuevas oportunidades para los inversores más preparados y audaces”

El coronavirus ha desvanecido el optimismo con el que el sector de M&A iniciaba el año 2020. Aunque su alcance y sus efectos todavía se desconocen, la encuesta de opinión “Deal Makers Sentiment Survey”, realizada por Refinitiv antes de la pandemia, anticipaba un crecimiento del 4,7% a escala global para este año. Ahora, todo apunta a que su impacto en el M&A y en la captación de capital retrasarán la actividad hasta los dos últimos trimestres del año, tratando de recuperar el tiempo perdido y sin perder el foco en nuevas oportunidades que puedan surgir para aquellos inversores más audaces.

La última Encuesta anual “Refinitiv Deal Makers Sentiment Survey”, realizada en las últimas semanas de 2019, revela que “la tasa de crecimiento promedio prevista para la actividad de M&A en 2020 antes del impacto de Covid-19 era del 4,7%”, según explica Matthew Toole, Director de Deals Intelligence de Refinitiv. A medida que el virus se extiende por todo el mundo, la pregunta clave es si los “drivers” fundamentales que impulsan la actividad de fusiones y adquisiciones serán lo suficientemente fuertes como para poder hacer frente al impacto de la pandemia. Curiosamente, el temor a un factor exógeno siempre estuvo sobre la mesa. De hecho, el 76% de los encuestados citó un “evento económico imprevisto” como uno de los riesgos más probables para la evolución del mercado de M&A en 2020”.

Pero Cornelia Andersson, Global Head of M&A, Capital Raising y Product Strategy de Refinitiv, destaca otro aspecto: el impacto del Covid-19 en los precios generará oportunidades de inversión pese al parón general, que ha creado un cuello de botella en la captación de capital y en el cierre de operaciones. “Si bien el sector comenzó el año con excelentes perspectivas de crecimiento tanto para las fusiones y adquisiciones como para la captación de capital, el panorama está empezando a cambiar”, matiza Andersson. “Estamos viendo una gran divergencia en el comportamiento de los inversores. Por

un lado, hay una huida general de quienes buscan colocar su capital en aquellos activos más seguros. Y, por otro, observamos una tendencia interesante. Las perturbaciones del mercado y la agitación mundial también están generando nuevas oportunidades, que no son para cualquier inversor, sino sólo para aquellos con el capital y la audacia suficientes para poder cerrar operaciones en unas condiciones de mercado tan difíciles”.

Impacto en el mercado ibérico

En el mercado transaccional ibérico, el coronavirus ha impactado en los acuerdos pendientes de cierre con cancelaciones y/o ajustes en importes. Muchas operaciones se han quedado por el camino en lo que prometía ser un buen año para el mercado de M&A tras un ejercicio 2019 de contracción de la actividad. “No observamos cambios direccionales para los acuerdos con participación española desde finales de marzo pero, como está ocurriendo en el resto de Europa, el mercado ibérico ha entrado mucho más profundamente en territorio negativo tras los escasos acuerdos anunciados el pasado mes de abril, marcado por el Estado de alarma”, explica a C&C Andersson. Según datos de Refinitiv, las fusiones y adquisiciones con participación española alcanzaron en abril los \$9.100M, lo que implica una caída del 57% frente al mismo período de 2019 y marcando niveles mínimos desde 1997. El número de operaciones también disminuye un 37%.

La actividad mensual ha marcado su volumen más bajo desde abril de 2004. “Donde estamos viendo un cambio de dirección o tendencia”, añade Cornelia, “es en la participación española en el M&A global. En abril de 2019 los acuerdos con

Origenación de deals

Salvo en procesos muy avanzados, desarrollados sobre activos muy conocidos, el resto de los acuerdos avanzan lentamente por la incertidumbre en precios y el ritmo de las nuevas transacciones se ha ralentizado. Por eso, según Cornelia Andersson, otro de los factores más afectados por la pandemia será la origenación de deals. “Las grandes operaciones de fusiones y adquisiciones suelen ser el resultado de numerosas reuniones presenciales que, a menudo, se prolongan en el tiempo”, matiza. En su opinión, el Covid-19 también supondrá un obstáculo para que los procesos de due diligence discurren de la manera más eficiente. “En la estructuración de las operaciones, seremos testigos de conversaciones interesantes y, probablemente, de algunas negociaciones difíciles en torno a las cláusulas MAC”, añade Andersson. Por esta razón, a su juicio “es probable que el efecto



Cornelia Andersson,

Global Head of M&A y Capital Raising, Product Strategy de Refinitiv

REFINITIV™

“ El efecto inmediato del Covid-19 ha sido que el M&A con participación española ha marcado en abril niveles mínimos desde 1997, alcanzando los \$9.100M ”

objetivo español registraron la sólida cifra de \$12.100M desde los \$3.000M registrados en el primer trimestre de 2019. Actualmente, el M&A con objetivo español asciende a \$7.400M, un 39% menos que en igual periodo del año pasado”. Por lo tanto, la participación española en el M&A global disminuye, con las ofertas dirigidas a empresas españolas en niveles históricamente bajos.

del coronavirus en el M&A y en la captación de capital se traduzca en un retraso de la actividad hasta los dos últimos trimestres del año, con inversores y emisores tratando de recuperar el tiempo perdido a medida que entramos en la segunda mitad del año”. En cualquier caso, aún es pronto para comprender el impacto final que la crisis tendrá en la actividad transaccional en el medio y en el largo plazo.

→ La ajustada rentabilidad de los activos tradicionales ha llevado a muchos inversores a buscar opciones más atractivas en el mercado inmobiliario. Los activos alternativos, con contratos a largo plazo que generan cash flows recurrentes, suponen oportunidades únicas que no han pasado inadvertidas para el inversor internacional especializado. Ante la elevada competencia en mercados europeos más maduros, España está en el centro de todas las miradas a la espera de comprobar cómo la crisis del Covid-19 afectará a valoraciones y rentabilidades.



ACTIVOS ALTERNATIVOS, un nicho rentable en plena expansión

El mercado de inversión alternativa ha vivido un fuerte impulso en los últimos años. La liquidez en manos de los inversores ha llevado a muchos de ellos a buscar alternativas inéditas en un momento marcado por la escasa rentabilidad de los segmentos tradicionales, en mínimos históricos. Más allá de oficinas, retail o residencial, existen oportunidades a precios asequibles y rentabilidades difíciles de igualar. Hablamos de segmentos de nicho muy atomizados que requieren una gran especialización, pero cuentan con contratos a largo plazo que aseguran una generación de cash flow recurrente poco vinculada al ciclo, gracias a la demanda creciente. Las soluciones coliving

(residencias de ancianos o estudiantes, campings o pisos compartidos), gasolineras, parkings, activos hospitalarios o sanitarios, etc., son una apuesta segura y estable ante posibles recesiones que cada vez atrae a más inversores. En los últimos meses, estos sectores han sido los grandes protagonistas del mercado inmobiliario en España por volumen de deals y potencial de crecimiento. Para **Julián Matos, Socio de Osborne Clarke**, “este protagonismo es el resultado de la entrada de inversores institucionales en este tipo de activos. La compresión de la rentabilidad en la inversión inmobiliaria más tradicional ha estimulado a los inversores a buscar oportunidades más allá de las oficinas, locales

y centros comerciales. Como este proceso está más avanzado en otros mercados, que ya cuentan con inversores especializados en activos alternativos, España ha sido el destino de los nuevos inversores, muchos de ellos con un coste de capital muy competitivo, que han apostado fuertemente por los buenos proyectos. Como consecuencia, los activos se han revalorizado atrayendo todavía más interesados a este mercado: un verdadero círculo virtuoso”. Una opinión que comparte **Fernando Olosa, Managing Partner y Socio Fundador Altamar Real Estate**, “es cierto que hasta el estallido del Covid-19 este tipo de activos estaban atrayendo un elevado nivel de interés por parte de los inversores. Niveles de rentabilidad superiores a otros activos tradicionales más “main stream”, y en algunos casos con perfiles de riesgo más acotados, en ocasiones contracíclicos o acíclicos, han hecho que muchos inversores institucionales incluyan a los activos alternativos en sus carteras de inversión”.

ALTAS RENTABILIDADES

Francia, Reino Unido y Alemania, países más consolidados y con menos márgenes y oportunidades, ya cuentan

con una larga trayectoria en inversión y desarrollo de activos alternativos, pero, en España, se trata de un nicho prácticamente inexplorado. Aunque han evolucionado en los últimos ejercicios gracias a la incipiente entrada de inversores y operadores especializados, siguen siendo segmentos altamente atomizados que requieren una gestión activa por parte de equipos con experiencia para poder obtener rentabilidades muy atractivas. Por ello, muchos players han apostado por la adquisición de plataformas de tamaño medio con presencia regional desde las que poder acceder a oportunidades más pequeñas. Esta estrategia permite optimizar los costes de gestión e implantación, aspectos clave para fondos internacionales y operadores especializados extranjeros. En palabras de **Matos**, “en las residencias de estudiantes, ya ha habido un proceso de concentración con grandes operaciones. Aun así, todavía existen oportunidades, en especial fuera de Madrid y Barcelona. En otros activos, como las residencias para mayores, el mercado es todavía muy disperso y, en él, pesa la existencia de grandes operadores”.

Buena muestra de los movimientos de consolidación en varios segmentos alternativos es la gran expansión de grupos como la belga **Xior** en España con varias adquisiciones de residencias de estudiantes en Cataluña, la apuesta por la inversión en campings de **Meridia** a través de **We Camp** o el desembarco en España de francesa **Korian** con la compra de residencias de ancianos por todo el territorio nacional. También los fondos de private equity han protagonizado importantes transacciones en el mundo de los activos alternativos, y, probablemente, continuaremos viendo esta tendencia hacia la consolidación en el futuro para mejorar la calidad de los activos y su profesionalización. Una vez estabilizados, estos activos se caracterizan por una generación de caja importante y estable que los hace atractivos también para inversores de perfil más patrimonialista, como fondos core, aseguradoras o grandes patrimonios. Por ello, “algunos fondos que han invertido en el sector irán vendiendo sus posiciones cuando sus activos se estabilicen y cumplan así su objetivo y horizonte temporal, dando paso a inversores con perfil más a largo plazo”, señala **Fernando Olaso**. Para **Matos**, “los grandes protagonistas en el futuro serán los inversores especializados o REITs que cotizan en Bolsa, cuyo coste de capital seguirá siendo más bajo que otros perfiles de inversores”. No obstante, “también serán más reacios a asumir riesgo promotor y se interesarán por los activos más maduros”, recuerda el **Socio de**

Osborne Clarke. Los fondos de private equity, por su parte, tendrán más protagonismo en proyectos con riesgo promotor.

Sin duda, una de las principales bazas de los activos alternativos es la alta rentabilidad que ofrecen. El mayor grado de especialización y comprensión necesario para este tipo de operaciones limita el número de inversores, permitiendo encontrar oportunidades atractivas con una rentabilidad neta por encima del 6%. La prima depende sobre todo de la calidad del operador, de la ubicación y de cuantas veces el ebitda del negocio del operador puede cubrir la renta. “Las tasas de capitalización de este tipo de activos se han ido comprimiendo como consecuencia de un cada vez mayor apetito inversor en búsqueda de rentabilidades relativas más atractivas que otro tipo de sectores. En el sector de activos sanitarios, España cuenta con unas rentabilidades superiores a países de nuestro entorno como Francia o Alemania, mercados mucho más maduros y donde es habitual ver transacciones en torno al 4%. En residencias de estudiantes, las rentabilidades se han comprimido de manera especialmente relevante por el gran apetito inversor y una ausencia de producto suficiente, aunque es difícil hablar de una tasa en concreto, pues hay factores relevantes que pueden hacer que varíe mucho, como por ejemplo si el activo está en régimen de concesión (habitual en el sector) o en propiedad”, expone el **Socio Fundador de Altamar**.

Además, el atractivo de estos sectores inmobiliarios también está fundamentado en unas corrientes estructurales favorables, que generan dinámicas de demanda muy interesantes apoyadas en tendencias socioeconómicas y tecnológicas, como el envejecimiento de la población y nuevas pautas de consumo, entre otros, que generan nuevas necesidades de activos inmobiliarios.

SOLUCIONES COLIVING

Si hay un segmento alternativo que ha demostrado su potencial de crecimiento es el coliving. Casi todas las tipologías de activos (residencias de estudiantes, ancianos, pisos compartidos, etc.) han protagonizado importantes deals durante los últimos meses. Para **Eduardo Guardiola, Director & Partner de Catella AM en España**, el interés de los inversores en este nicho se basa en sus enormes posibilidades para seguir desarrollándose en el

“ España cuenta con unas rentabilidades superiores a países de nuestro entorno como Francia o Alemania, mercados mucho más maduros y donde es habitual ver transacciones cercanas al 4% ”



futuro: “las soluciones habitacionales en sentido amplio que hagan más asequible y flexible el acceso a la vivienda tienen mucho recorrido en las grandes ciudades españolas. La clave está en que realmente tengan precios de alquiler competitivos en comparación con el residencial tradicional”. De entre ellos, las residencias de estudiantes son las que más están dando que hablar. Este mercado ha experimentado un gran cambio con la entrada de fondos core e inversores especializados. “Las residencias de estudiantes son las grandes protagonistas de los últimos cinco años. Ofrecen una demanda estable, parecida a los activos residenciales, y rentabilidades superiores a los activos tradicionales. Además, cuentan con una tipología de suelo específica que les protege de la competencia de otros usos que pueden pagar más por la edificabilidad construida o potencial (residencial y hotelero, por ejemplo)”, apunta **Matos**. Son activos que tienen un cash flow estable (los contratos se hacen por 9 o 10 meses a comienzos del año lectivo) y existe un track record de

ocupación que da confianza en mantener estos niveles. Además, los fundamentales del mercado son claros. A ello hay que sumar el interés que está generando España gracias a universidades y escuelas de negocio muy bien consideradas a nivel europeo y, en particular, en Latinoamérica. Por otro lado, hay portfolios que se han ido formando con el tiempo y los propietarios creen que es el momento de vender, mientras hay grupos internacionales con interés en el mercado español pensando tomar una posición inicial para expandir su actividad. Las oportunidades no se limitan sólo a las zonas prime. “El inversor internacional interesado en esta tipología de activo es bastante menos reacio a buscar oportunidades fuera de Madrid y Barcelona. Estas ciudades siguen siendo el principal mercado, pero los operadores de residencias de estudiantes o para mayores buscan oportunidades en toda la geografía española”, indica **Matos**. **Catella AM** es uno de los inversores que ha apostado por este tipo de activos en España recientemente. “Nuestros fondos son paneuropeos y estamos activos en la búsqueda de buenos activos en las grandes capitales europeas en micro-apartamentos, apartamentos corporativos, residencias de estudiantes y edificios de apartamentos para mayores con servicios. Hemos invertido en residencias de estudiantes en Pamplona y en Sevilla y en apartamentos corporativos en Madrid. Estamos buscando nuevas oportunidades en las principales ciudades universitarias españolas para residencias de estudiantes y en Madrid y en Barcelona para micro-apartamentos”, comenta **Guardiola**.

Otro de los mercados más pujantes ha sido el de residencias para la tercera edad. Al margen de los fundamentales económicos por envejecimiento de la población, estamos ante un sector muy fragmentado en España y, por tanto, con muchas posibilidades de profesionalización y mejora de gestión, y unos precios medios muy inferiores a los que existen en nuestros países vecinos. De cara a los próximos meses, el interés se mantiene, pero el gran impacto que el Covid-19 ha tenido particularmente en este sector puede afectar a su actividad y derivar en posibles cambios regulatorios que dificulten la entrada de nuevos inversores extranjeros. “En el futuro se espera más regulación en términos de una mayor medicalización, especialmente para residentes con grados de dependencia 2 y 3. Los operadores más profesionalizados y las residencias con más de 100 camas estarán mejor preparadas para afrontar los nuevos retos. En el medio y largo plazo, estamos seguros

de que los activos sanitarios continuarán atrayendo un importante apetito inversor y se pondrá de manifiesto su atractivo perfil riesgo-retorno”, opina **Olaso**.

INCERTIDUMBRE FUTURA

Sin duda, la crisis sanitaria derivada del Covid-19 ha supuesto un importante impasse para la inversión inmobiliaria. La mayoría de inversores a largo plazo se centraron durante las primeras semanas del Estado de Alarma en sus empresas en cartera, trabajando con los equipos directivos para evaluar el impacto de la crisis y responder al entorno cambiante, y en su caso, identificar oportunidades potenciales para el crecimiento futuro. Los acti-



“ El mayor interrogante tras la crisis del Covid-19 será saber si los inversores podrán exigir rentabilidades más altas para compensar este escenario incierto ”

vos alternativos no han sido una excepción. Según **Dan Valenzano**, **Principal de TPG Real Estate**, “desde la escalada de la pandemia en marzo, la actividad transaccional en todo el sector inmobiliario español ha experimentado una importante desaceleración. Sólo ahora, a finales de mayo, se empieza a ver una pequeña relajación de las medidas restrictivas que los gobiernos de toda Europa. Si bien esto puede permitir que ciertos procesos continúen, anticipamos una recuperación muy lenta y gradual de la actividad del sector inmobiliario”.

Aunque aún es pronto para sacar conclusiones, las características del segmento invitan a ser optimistas. **Olaso** recuerda que “el Covid-19 tiene un efecto disruptor importantísimo en nuestra economía y, por tanto, en el sector inmobiliario. Durante los próximos años volveremos a ver transacciones distress, recapitalizaciones, compras de NPLs y REOs, inversiones estructuradas para proteger riesgo, etc.

Los activos alternativos también continuarán siendo atractivos, pues el aspecto fundamental, el desequilibrio oferta-demanda, continuará estando ahí. Los precios se ajustarán, y se abrirá una mayor brecha entre los mejores activos y aquellos de peor ubicación y calidad. Sin duda nos dirigimos hacia un mercado más atractivo de inversión, donde la prudencia y el rigor deberán ser factores fundamentales para evitar errores”. Quizá la gran duda resida en si se podrán mantener las altas rentabilidades en el futuro. “Los inversores todavía tienen capital por invertir y eso obliga a seguir buscando operaciones. Seguramente los nuevos proyectos tardarán más en despegar mientras dure la incertidumbre generada por las medidas sanitarias de prevención frente al virus. El mayor interrogante es si los inversores podrán exigir rentabilidades más altas para compensar en este escenario incierto. La exigencia de estas rentabilidades tendrá un impacto negativo en las valoraciones y excluirán del mercado a inversores y promotores menos especializados”, comenta **Matos**.



**SMARTER DATA
INSIGHTS.**

**THE DIFFERENCE
BETWEEN A
DECISION AND
AN EDUCATED
GUESS.**

Refinitiv's trusted tools enable financial professionals to pursue new opportunities with confidence.

refinitiv.com

REFINITIV[®]
DATA IS JUST
THE BEGINNING[®] 



CAPTAR FINANCIACIÓN, PRUEBA SUPERADA

EN UN MOMENTO DELICADO PARA MUCHAS START UPS, DOCUTEN HA CAPTADO €1,5M EN UNA RONDA LIDERADA POR GOHUB VENTURES Y TORSIA CAPITAL. ¿CÓMO SE LLEVÓ A CABO LA OPERACIÓN?

Fue un proceso de casi un año, en el que fuimos conociendo diferentes fondos hasta llegar a los que encajaban mejor en nuestra estrategia de crecimiento. Queremos socios que nos acompañen durante bastante tiempo, y tener una visión compartida con ellos nos pareció algo imprescindible a buscar, aunque ralentizase el proceso. Era nuestra primera ronda de financiación. Anteriormente habíamos conseguido avanzar empresarialmente únicamente con fondos propios.

EN SU OPINIÓN, ¿CUÁL ES EL ATRACTIVO DE DOCUTEN PARA LOS INVERSORES?

Docuten es una plataforma que permite la transformación digital de los procesos administrativos de una empresa, integrándose con sus herramientas de gestión, permitiendo así

automatizar el envío y firma de documentos, así como la emisión y recepción de factura electrónica, y el pago mediante recibo. Tras haber recibido feedback de muchos inversores, me atrevería a afirmar que el principal atractivo de nuestra compañía se basa en ofrecer al mercado una solución que permita contar con un único proveedor tecnológico para hacer frente a la digitalización de todos los procesos administrativos de la empresa. Esta diferenciación es una ventaja significativa para medianas y grandes empresas que saben el riesgo que corren cada vez que escogen un nuevo proveedor tecnológico. Al contar con un único proveedor, limitan el riesgo.

¿CÓMO HAN EVOLUCIONADO SUS CIFRAS DURANTE ESTOS PRIMEROS MESES DE 2020?

En las últimas semanas hemos conservado a todos nuestros clientes y hemos conseguido algunos relevantes. Además, el interés en nuestro servicio ha aumentado. El uso de nuestra plataforma ha crecido significativamente: los accesos han aumentado

en un 235,83%, mientras que los documentos enviados a firmar desde lo han hecho en un 76%. También tenemos conversaciones abiertas con muchas empresas que quieren prepararse para posibles situaciones de confinamiento futuras. Una de las pocas cosas positivas que nos ha traído esta imprevista situación ha sido ese cambio cultural. La tecnología ya estaba suficientemente madura, pero la inercia cultural impedía que se acelerase el proceso de digitalización de gran parte del tejido productivo. Sabemos es un camino sin retorno. En el momento en el que una empresa digitaliza y automatiza sus procesos administrativos, los beneficios son tan evidentes que nunca se va a plantear dar marcha atrás.

GOHUB VENTURES Y TORSIA CAPITAL SON SUS PRINCIPALES INVERSORES, ¿CÓMO LES ESTÁN APOYANDO EN ESTOS MOMENTOS?

Ambos han estado y siguen estando muy cerca de nosotros, ayudándonos en la toma de decisiones en un momento de tanta incertidumbre. Su experiencia

➔ Levantar capital siempre es uno de los grandes retos de las start ups, pero, si añadimos a la ecuación una crisis como la del Covid-19, la tarea se complica. Con el venture capital centrado en su participadas, muchos procesos en marcha están en stand by. Otros directamente se han cancelado a la espera de tener una visión más clara de la situación. Sin embargo, a pesar de las dificultades, muchas start ups han conseguido lo que parecía algo imposible: cerrar con éxito sus últimas rondas.

Captar capital ha sido, es y será el principal desafío al que se enfrentan la mayoría de start ups. Contar con el apoyo del venture capital es crucial para el desarrollo de sus proyectos no sólo desde el punto de vista financiero, también operacional y comercial. Sin embargo, la llegada del Covid-19 ha supuesto un inevitable parón a la actividad de los fondos nacionales e internacionales, dejando en stand by procesos de inversión en marcha. En un primer momento, el sector puso el foco en apoyar a sus participadas. “Los inversores nos hemos dedicado a mirar hacia dentro y analizar cómo afectaba el Covid-19 en casa, directamente a nuestro portfolio. Esto ha implicado, en función del tamaño de la cartera de cada fondo, más o menos trabajo agilizando planes de contingencia, potenciales escenarios de recuperación y sobre todo asistiendo a nuestras compañías al acceso de ayudas públicas para asegurar el impacto de caja en el corto plazo”, comenta Ignacio Fonts, **Managing Partner de Inveready**. En consecuencia, la mayoría de fondos

han ralentizado significativamente las inversiones que tenían previstas. Los más conservadores, incluso, han cancelado operaciones muy avanzadas. En palabras de **Javier Ulecía, Founding Partner de Bullnet Capital**, “conocemos a fondos y start ups a los que la cuarentena pilló en plena negociación y cierre de nuevas inversiones. Algunas de ellas se han cancelado directamente, los inversores han decidido retirarse ante la incertidumbre que esta situación pudiera generar. Depende mucho de cada compañía e inversor. Si estás a punto de cerrar una inversión en un negocio basado en unas previsiones en un entorno normal y cambia radicalmente, es lógico que pueda afectar al atractivo del proyecto, a su valoración, a la participación a tomar, etc. Si es un sector muy impactado por la crisis, es complicado que esas previsiones se puedan realmente cumplir”. Precisamente por eso todo puede pasar en los próximos meses: desde cancelaciones, a retrasos o incluso el lanzamiento de nuevas rondas que generen oportunidades muy interesantes

para los fondos. Para **Javier Torremocha, Co-Founder & Managing Partner de Kibo Ventures**, todo dependerá de la duración y el impacto que tenga la crisis en el sector, pero no se prevé un gran revés para la actividad inversora en el largo plazo: “Tenemos varios procesos abiertos que, si bien se están retrasando, de momento no se han paralizado. Hay que tener en cuenta que en estos casos no se están comprando revenues o cuota de mercado, sino tecnología, producto, talento, ..., y el mundo seguirá, a pesar del coronavirus. En general, las start ups españolas con muy eficientes en el uso de capital. No han necesitado grandes rondas de financiación, por lo que no tienen valoraciones artificialmente infladas. Esto permite que sean muy competitivas en procesos de M&A y que los inversores puedan generar retornos relevantes sin necesidad de transaccionar por cientos de millones”.

NUEVAS OPORTUNIDADES

Algunas start ups sufrirán durante esta crisis, pero muchas otras saldrán reforzadas. “Hay compañías que están siendo rápidas en la toma de decisiones para adaptarse al medio. En ocasiones, estos cambios pueden generar nuevas oportunidades. Puede que para muchas empresas sea más difícil captar capital, pero otras saldrán reforzadas de esta situación y se encontrarán con mucha liquidez en el mercado aún por invertir. Este dinero tendrá que ponerse a traba-

“La experiencia y visión periférica de **GoHub Ventures** y **Torsa Capital** son grandes activos que estamos aprovechando”

y visión periférica son grandes activos que estamos aprovechando.

¿HABRÁ START UPS QUE CONSIGAN ACELERAR RONDAS DE FINANCIACIÓN INTERESANTES COMO CONSECUENCIA DE SU BUEN DESEMPEÑO DURANTE ESTA CRISIS?

Estoy convencido que así será. Aquellas que hayan aprovechado las oportunidades que también han aparecido durante este período tan singular, serán muy atractivas para los inversores. Con respecto a nosotros, ahora mismo estamos cómodos con nuestra estructura societaria actual. Estamos centrados en nuestro plan de crecimiento, y cuando

consigamos los hitos que nos hemos planteado, ya veremos las opciones que nos plantea el mercado.

¿CUÁLES SON SUS OBJETIVOS A CORTO PLAZO?

Queremos seguir siendo ambiciosos a pesar de la alta incertidumbre que todos estamos padeciendo. Estamos muy centrados en hacer crecer nuestra cartera de clientes en España, especialmente en retail y construcción, en seguir avanzando y expandiéndonos en Reino Unido, donde ya tenemos una sede, y el resto de Europa, que es nuestro ámbito natural de actuación por la legislación compartida en el ámbito de la firma digital, la factura electrónica, y los cobros y pagos.

BRAIS MÉNDEZ,
CEO de
DOCUTEN



 **Docuten**

jar de una forma u otra”, indica **Ulecía**, que recuerda que la mayor parte de las gestoras, especialmente las que han levantado nuevos vehículos recientemente, han seguido activas en el mercado analizando proyectos y oportunidades interesantes que se están materializando con éxito. Las start ups son expertas en hacer de su necesidad, virtud, por ello, esta crisis les permitirá mejorar sus procesos internos, su producto y su go-to-market. “Va en los genes de las start ups, sobre todo tecnológicas, innovar y virar ágilmente de un lado a otro, alineando rápido al equipo con nuevos procesos y objetivos muy concretos. La realidad es que, como consecuencia de estos nuevos procesos, estamos viendo ciertas rondas de financiación que se cierran con éxito e, incluso, hemos protagonizado algunas de ellas. Hemos cerrado tres operaciones en las últimas cuatro semanas”, afirma **Fonts**. En opinión de **Torremocha**, “como inversor en fondos de venture capital, es un momento ideal para participar en fondos vintage 2020, que seguirán accediendo a las oportunidades que ofrece la disrupción tecnológica, a valoraciones previsiblemente mucho más atractivas que las de los últimos años”.

Por sectores, el software B2B, healthtech, edtech, robotics y aquellos relacionados con canales de distribución de última milla y el teletrabajo pueden verse favorecidos durante esta crisis. Mientras, las que operan en turismo, eventos, restauración o B2C, entre otros segmentos, serán las más afectadas. En el corto plazo, sus ingresos han sufrido un tremendo impacto, llegando incluso a ser inexistentes. Por ello, las que necesitan levantar capital en los próximos meses y no tengan procesos muy avanzados o capacidad de follow-on, no lo conseguirán. Según **Joel Balagué**, **Fundador y CEO de Volava**, “las start ups pueden ser más vulnerables en este sentido al ser empresas menos capitalizadas y con mayor dependencia de rondas de financiación que ahora no se ejecuten por el contexto actual”. También puede ocurrir que consigan cerrar valoraciones a costa de reducir sus valoraciones, aunque esta caída afectará en cierta forma a todo el segmento. “La valoración de una compañía no es más que los flujos de caja previstos a futuro versus una tasa de riesgo. Creemos que, en el contexto actual, la previsión de generación de flujos de caja, por norma general, se reducirá, el riesgo aumentará y por tanto, las valoraciones tendrán que verse ajustadas a la baja”, apunta **Fonts**.



“ Hay muchas compañías que están siendo rápidas en la toma de decisiones para adaptarse al medio. En ocasiones, estos cambios pueden generar nuevas oportunidades de negocio ”

CASOS DE ÉXITO

A pesar de las dificultades, muchas start ups han conseguido lo que parecía algo imposible: cerrar con éxito sus últimas rondas. Es el caso de **Kymatio**, que ha completado una ampliación con el apoyo de The Crowd Angel y Wayra. En palabras de su **Fundador y CEO de Kymatio, Fernando Mateus**, “abrimos la primera ronda de financiación con Wayra, el hub de innovación abierta de Telefónica, la plataforma de financiación pública The Crowd Angel, y diversos family offices y business angels especialistas del sector como Enrico Raggini. La ronda no se ha visto perjudicada por el hecho de realizarse en mitad de una pandemia global. Hasta el punto de que hemos decidido ampliar el objetivo de captación inicial de €0,5M a €0,7M. Estamos ultimando la entrada de dos nuevos socios, dos de los más relevantes prestigiosos venture capital del mercado”. La start up de ciberseguridad ha desarrollado un modelo de SaaS cen-

trada en la gestión del ciberriesgo de los empleados, algo imprescindible en un momento marcado por el incremento masivo del teletrabajo. Así, ha experimentado un gran crecimiento en las últimas semanas y prevé que la demanda siga incrementándose.

Volava es otra de las start ups del momento. La compañía ha desarrollado una solución que conecta sus bicicletas de spinning con un sistema de contenidos digitales accesibles a través de una pantalla montada en la bici, lo que ha permitido a muchos usuarios seguir practicando deporte activo desde casa en durante el confinamiento. En este periodo, la firma ha multiplicado de forma notable sus ventas. Además, en marzo, culminó su primera ronda de capital semilla de €1,65M, iniciada esta ronda en julio de 2019. “En un primer tramo, Inveready y Media Digital Ventures aportaron €0,85M. Posteriormente, levantamos otros €0,8M entre 79 pequeños inversores a través de The Crowd Angel, así como por Inveready y un inversor privado. No hemos tenido mayores contratiempos a causa del Covid-19 durante el cierre. Afortunadamente nuestros inversores han mantenido su confianza en el proyecto a largo plazo”, afirma **Balagué**.


Por su parte, **Qrem Regenerative** desarrolla soluciones biotecnológicas para llevar a cabo tratamientos de medicina regenerativa. Su objetivo es hacer asequibles estos tratamientos para toda la población. “Actualmente, las técnicas de medicina regenerativa requieren de unos procesos muy complejos y de grandes infraestructuras, por lo que los costes de los tratamientos son muy elevados. Nuestra estrategia terapéutica se basa en los elementos inmunomoduladores de nuestro propio cuerpo, como son las citoquinas (proteínas liberadas por las células)”, indica su **CEO, Josep M. Escuer**. La compañía ha completado hace sólo unas semanas una nueva ronda de financiación con el apoyo de Inveready. “La ronda comprometida de €1M fue liderada por Inveready. El fondo inyectó €0,5M a través de Inveready Biotech III y estuvo acompañado de Business Angels que confiaron desde el principio en el proyecto, que aportaron €0,5M. Esta ampliación permitirá reforzar la validación clínica de la terapia, así como incrementar el equipo comercial para escalar las ventas de nuestro producto, Q-Cytokine, en España y Europa”, explica **Escuer**.

PACK PREMIUM

Capital  Corporate

La suscripción anual incluye:

+ 11 NÚMEROS 
C & C NEWSLETTER

+ 4 NÚMEROS 
C & C MAGAZINE

+ ANUARIO 
CAPCorp /

+ C & C SERVICIOS Online 

CAPCorp
/data

BASE DE DATOS
DE DEALS

Capital &
Corporate

NEWSLETTER
ONLINE

TODAS LAS PUBLICACIONES
Y SERVICIOS DE
CAPITAL & CORPORATE EN
UN PACK COMPLETO POR:



450€

+IVA / AÑO

Suscríbese en el **902 902 282** o en www.capitalcorporate.com



**Emilio Prieto y
Leticia Domínguez,**
Socios de Écija

LA ACTUALIDAD DEL EARN OUT

En una situación económica como la que nos afecta, definida, entre otros rasgos, por la incertidumbre, adquieren especial importancia aquellas figuras jurídicas que permiten, en la medida de lo posible, mitigarla. Una de ellas es el earn out, cláusula habitual en los contratos de compraventa que posibilita al comprador y al vendedor establecer como precio de la transacción una cantidad acorde con el valor de la sociedad objeto de venta.

El acuerdo que prevea la inclusión de un earn out dispondrá una parte fija del precio, que se pagaría en la fecha de firma del contrato de compraventa, y una parte variable (o earn out), que se abonaría en uno o varios pagos futuros, calculada en base a los criterios acordados por las partes (siendo el más común la vinculación del earn out a magnitudes como el EBITDA o el EBIT, que en algunas ocasiones se encuentran corregidas por otros factores, como los objetivos de negocio fijados para la sociedad adquirida en los contratos de transmisión).

El earn out es una figura de gran flexibilidad en lo que respecta a su elaboración contractual, pues su anclaje jurídico se limita principalmente al artículo 1447 del CC, el cual indica que el precio podrá serlo con referencia a otra cosa cierta, admitiendo la posibilidad de que se deje su fijación al arbitrio de una persona determinada, que deberá señalarlo pues, en caso contrario, el contrato quedará ineficaz, y al artículo 1255 del CC, que establece el principio de la autonomía de la voluntad de las partes.

Como consecuencia precisamente de la importancia que la libre voluntad de las partes tiene en la configuración del earn out, es especialmente relevante la regulación detallada en los contratos de adquisición de los elementos determinantes de dicha figura, entre los cuales podrían destacarse, sin ánimo de proporcionar un listado exhaustivo, los siguientes:

- La fórmula del earn out, que ha de ser exhaustiva, y por tanto comprensiva de todos los criterios para el cálculo del mismo. La consecuencia jurídica de la omisión de algún criterio será que el criterio omitido no se tendrá en cuenta para el cálculo del earn out – de este modo, ha de incorporarse expresamente el impacto que sobre el precio tendrían, por ejemplo, provisiones, WIP o backlog, principalmente en aquellos supuestos en los que pueda existir una disociación entre la realidad contable de la sociedad y las bases de cálculo del precio variable – .
- La gestión de la sociedad objeto de compraventa durante el plazo transcurrido entre la fecha de la compraventa y el momento de pago del earn out. Dicha gestión podrá corresponder al vendedor (en el caso de que así fuera pactado en los acuerdos de compraventa) o a quien designe el comprador.
- El proceso de determinación del cálculo del earn out producto de la aplicación de la fórmula. La determinación del precio podrá ser liderada por el vendedor (si mantuviera la gestión de la sociedad) o por el comprador. Tanto en un supuesto como en otro, un experto independiente, designado de conformidad con el procedimiento establecido contractualmente por las partes, sería el encargado de determinar el precio en caso de discrepancias sobre el mismo.
- Las garantías, ya fueran reales o bancarias, que deban ser otorgadas por el comprador en relación con el pago del precio del earn out.

Así pues, si bien es cierto que la flexibilidad del earn out se adapta plenamente a las necesidades actuales del mercado, no es menos acertado afirmar que exige de su acomodo detallado a las especificidades de la transacción correspondiente al objeto de aprovechar sus oportunidades.



Javier Prieto
Socio del Departamento Fiscal
Araoz & Rueda

¿ES MOMENTO DE REVISITAR LA RESERVA DE NIVELACIÓN PARA AFRONTAR LA CRISIS?

En cualquier escenario de crisis económica la política fiscal debe ser uno de los vectores de la reactivación de la actividad y de los mercados. Como ocurrió en la anterior crisis de 2008, las actuales circunstancias derivadas de la crisis sanitaria del Covid-19, exigirán un importante esfuerzo de recaudación de ingresos para sufragar la inevitable inversión pública y el sostenimiento de gasto que lleva aparejado el empeoramiento de la situación económica.

Pero, además de esta faceta recaudadora, se debe tener en cuenta el papel dinamizador de la actividad económica de aquellas medidas fiscales dirigidas a aliviar la carga de las empresas como generadoras de puestos de trabajo, factor clave para el impulso de la recuperación económica.

En el marco de estas bonificaciones de apoyo al tejido empresarial se incardina el incentivo denominado "Reserva de nivelación de bases imponibles", previsto en el artículo 105 de la Ley La Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, que establece un mecanismo para deducir pérdidas futuras cuando éstas sean previsibles, es decir, que permitiría deducir en el ejercicio fiscal 2019, las potenciales pérdidas que se podrían generar en ejercicios posteriores, en concreto, en este ejercicio 2020.

En nuestra opinión, se trata de un incentivo que podría ser ya utilizado por las empresas en la declaración del Impuesto sobre Sociedades reduciendo el importe a ingresar en julio de 2020, por las potenciales pérdidas que se podrían generar en ejercicios posteriores, (o aumentar el importe a devolver por la Administración) por su Impuesto sobre Sociedades del ejercicio 2019 mediante la aplicación de este beneficio fiscal.

Para ello, la Ley establece que las empresas que quieran beneficiarse de este incentivo deberán reunir los requisitos previstos en su artículo 101, que constriñe la aplicación de este incentivo a aquellas compañías con un importe neto de la cifra de negocios habida en el período impositivo inmediato anterior inferior a 10 millones de euros y sometidas al tipo general de gravamen del 25% del Impuesto sobre Sociedades.

No obstante, no debe descartarse que sea el momento oportuno para introducir una modificación legislativa del ámbito de aplicación de este beneficio fiscal a compañías de mayor tamaño, es decir, también a aquellas que superen el citado volumen de facturación de 10 millones de euros, dando un pequeño respiro a nuestras empresas, muchas de ellas en situación crítica.

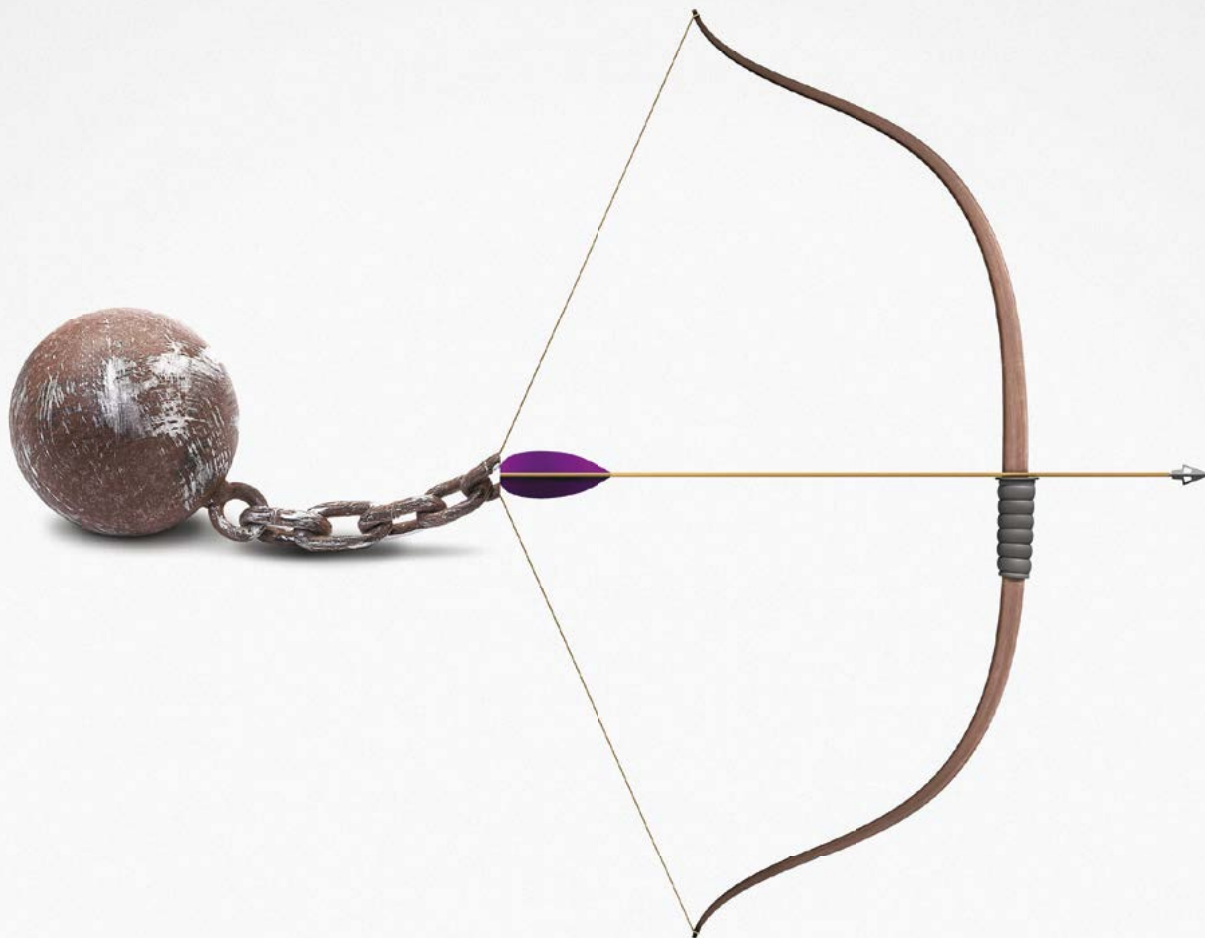
En concreto, las principales características de este incentivo fiscal son las siguientes:

- Doble límite: hasta un máximo del 10 por ciento del importe de la base imponible positiva, que nunca podrá ser superior a 1 millón de euros.
- Adición de la cantidad deducida a la base imponible negativa, y hasta el importe de la misma, en los periodos impositivos que concluyan en los 5 años inmediatos y sucesivos al periodo impositivo en que se realice la minoración. El importe no aplicado se adicionará a la base imponible del periodo impositivo en que concluya dicho plazo (quinto año).
- Dotación de una reserva, con cargo a los resultados positivos del ejercicio en que se realice la minoración en la base imponible, por el importe de la minoración. Esta reserva tendrá carácter indisponible (con ciertas excepciones) hasta la finalización del plazo de adición, es decir, durante los cinco años siguientes. El Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del Covid-19, establece una suspensión del plazo para la formulación de cuentas anuales hasta que finalice el estado de alarma, que se reanudará de nuevo por otros tres meses a contar desde esa fecha, por lo que resulta factible la dotación de esta reserva para el ejercicio 2019.

La reserva de nivelación se perfila, por tanto, como un beneficio fiscal que adquiere un especial atractivo en unas circunstancias en las que se prevé que muchas empresas españolas van a obtener resultados negativos en el ejercicio 2020, atendiendo a las actuales circunstancias en las que se hacen más que nunca especialmente necesarias las medidas dirigidas a estimular el crecimiento y la protección del empleo.

EL STATUS QUO TE FRENA.

Audit | Tax | Legal | Advisory



EL **Status Go**TM
TE IMPULSA.

¿Listo para llevar a tu empresa más lejos?

Bienvenido al Status Go.

[grantthornton.es](https://www.grantthornton.es)



Grant Thornton



M&A, Transacciones, Valoraciones, Reestructuraciones, Deuda y Forensic

BARCELONA • BILBAO • CASTELLÓN • MADRID • MÁLAGA • MURCIA • PAMPLONA • VALENCIA • VIGO • ZARAGOZA

© 2020 Grant Thornton S.L.P. - Todos los derechos reservados. "Grant Thornton" se refiere a la marca bajo la cual las firmas miembro de Grant Thornton prestan servicios de auditoría, impuestos y consultoría a sus clientes, y/o se refiere a una o más firmas miembro, según lo requiera el contexto. Grant Thornton S.L.P. es una firma miembro de Grant Thornton International Ltd (GTIL). GTIL y las firmas miembro no forman una sociedad internacional. GTIL y cada firma miembro, es una entidad legal independiente. Los servicios son prestados por las firmas miembro. GTIL no presta servicios a clientes. GTIL y sus firmas miembro no se representan ni obligan entre sí y no son responsables de los actos u omisiones de las demás.

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**

