nº 44. junio 2018 ●●● LA PRIMERA REVISTA ESPAÑOLA DE INFORMACIÓN SOBRE CORPORATE FINANCE

Capital & Corporate MAGAZINE

QUALITAS EQUITY
SE CONSOLIDA COMO PLATAFORMA LÍDER DE GESTIÓN DE ACTIVOS ALTERNATIVOS CON SEIS NUEVOS VEHÍCULOS ESPECIALIZADOS

ENTREVISTA
Bankia

Leopoldo Alvear

La integración de BMN y la reducción de €11.000M de activos no productivos han transformado la entidad, que en 2017 obtuvo un beneficio de más de €800M.

AL DESCUBIERTO
Artá Capital

La gestora ha cerrado su segundo fondo de €400M, con el que ya ha realizado cuatro operaciones en Iberia, flexibilizando su estrategia y abriendo su base a nuevos inversores institucionales.

A LA VANGUARDIA
Axon Partners

Su elección para dirigir VentureEU, el nuevo fondo de fondos paneuropeo, supone un hito para la firma española y para la propia industria. Su fondo Aurora aspira a levantar €500M

REAL ESTATE
SOCIMIs

Tras cinco años de actividad, el mercado de SOCIMIs en España se ha equiparado a sus homólogos europeos, pero aún tiene mucho recorrido por delante

Consolidación de las fusiones y adquisiciones en España en 2018

El apetito inversor y las facilidades de financiación impulsarán el M&A en 2018

Las óptimas condiciones de financiación, la mejora del sentimiento empresarial, el interés inversor y el fuerte apetito de las empresas para seguir creciendo son los cuatro factores clave que este año impulsarán de nuevo la actividad de M&A en España. Además, el 63% de las operaciones previstas en 2018 serán adquisiciones.

Éstas son algunas de las conclusiones del informe **Consolidación de las fusiones y adquisiciones en España en 2018**, en el que han participado 193 directivos españoles, de un total de 1900 encuestados por KPMG en colaboración con la CEOE, que contemplan el crecimiento a través de adquisiciones entre sus prioridades estratégicas para 2018.

Descubre más en **kpmg.es**

© 2018 KPMG Asesores S.L., sociedad española de responsabilidad limitada y firma miembro de la red KPMG de firmas independientes afiliadas a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), sociedad suiza. Todos los derechos reservados.

EL VALOR DE UNA RELACIÓN A LARGO PLAZO

Dicen que 20 años no son nada, pero para CBRE y Diagonal Mar es la diferencia entre un boceto y uno de los centros comerciales más importantes del mundo. Dos décadas de innovación y compromiso con la excelencia que nos han permitido aumentar las visitas en un 56% desde la inauguración y conseguir, junto al actual propietario Deutsche Asset Management, una ocupación histórica del 100%.

El conocimiento del sector y del cliente es nuestra ventaja.

cbre.es/advantage

CBRE *Build on Advantage*

Capital & Corporate
/ MAGAZINE

DIRECTORA
Delphine Barredo
dbarredo@ifaes.com

RESPONSABLE DE CAPITAL & CORPORATE MAGAZINE
Rocío Casado
rcasado@ifaes.com

EQUIPO DE REDACCIÓN
Elena Municio
emunicio@ifaes.com

Ana Alcázar
aalcazar@ifaes.com

DIRECTOR DE PUBLICIDAD
Mario Moraga
mmoraga@ifaes.com

SUSCRIPCIONES E INFORMACIÓN
Tel. 902 902 282
Desde el extranjero: + 34 91 761 34 80
Fax: + 34 91 576 17 93
ifaes@ifaes.com

PRECIO DE LA SUSCRIPCIÓN
España: € 72 + IVA (4 números)
Europa: € 91

DISEÑO GRÁFICO
José Manuel Tirado

FOTOGRAFÍA PORTADA
Miguel Jiménez Mérida

IMPRESIÓN
Naturprint

IFAES
INTERNATIONAL FACULTY FOR EXECUTIVES

Capital & Corporate
C/ Orense, 70 - 11º
28020 Madrid
www.capitalcorporate.com
www.ifaes.com

© IF 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 IF Executives, S.L.U.
Déposito legal: M–22710-2007

EL GRAN MOMENTO DEL PRIVATE EQUITY EN ESPAÑA

Por primera vez en la historia, las cifras record de inversión del private equity en España nos permiten situar el peso del sector sobre el PIB en la media europea. El año pasado, la relación entre la inversión y el PIB español registró un avance de nueve puntos básicos respecto a 2016, hasta situarse en el 0,43%. Sin duda, es una cifra que invita al optimismo.

El gran momento por el que atraviesan el private equity y el venture capital en España se refleja claramente en las páginas de este último número, personalizado y representado en cuatro gestoras: Qualitas Equity, HIG Capital, Artá Capital y Axon Partners. Aunque no operan en los mismos segmentos de mercado y sus estrategias de inversión son diferentes, las cuatro firmas cuentan en su haber con relevantes casos de éxito. Inversiones generadoras de valor, dinamizadoras de la economía y, cada vez, más socialmente responsables.

El contexto de mercado invita, como decimos, al optimismo, pero tampoco hay que confiarse. El sector tiene importantes retos por delante. Hay que seguir trabajando con las administraciones para lograr un marco regulatorio equiparable al de nuestro entorno, que nos permita aventurar un crecimiento sostenido y una posición internacional competitiva.

A los importantes actores del private equity recogidos en este número les acompañan otros testimonios relevantes, como los de Bankia y Sacyr. La integración de BMN y la reducción de €11.000M de activos no productivos han sido dos hitos clave en la transformación de la entidad bancaria, que en 2017 ha tenido un beneficio de más de €800M. Pero la reconversión desarrollada por Sacyr durante los últimos cinco años también ha implicado un significativo cambio de 180 grados. Tras la venta de Testa a Merlin Properties, su ebitda ha crecido un 244% y su endeudamiento se ha reducido hasta 1,7x/ebitda. Tampoco es baladí que, en apenas dos años, Sacyr haya logrado recuperar totalmente la aportación que realizaba esta compañía.

Delphine Barredo

Sumario junio Nº44

EN PORTADA

QUALITAS EQUITY se consolida como plataforma líder de gestión de activos alternativos ..... pág. 14

ENTREVISTA ..... pág. 06
Bankia, por el momento, sin fusiones sobre la mesa

PUNTOS DE VISTA ..... pág. 10
Strategy& España, de PwC, crece por cuarto año consecutivo

A LA VANGUARDIA ..... pág. 12
El gran hito de Axon Partners: elegido para el programa VentureEU

EXPERIENCIA ..... pág. 18
Sacyr, una reconversión en cinco años

EXTRANJEROS POR ESPAÑA ..... pág. 22
El balance de HIG en España: 22 inversiones en seis años

AL DESCUBIERTO ..... pág. 26
Artá Capital alcanza el hard cap de €400M con su segundo fondo

REAL ESTATE ..... pág. 30
SOCIMIs, la consolidación ya ha comenzado

DOSSIER ..... pág. 38
España-Norteamérica, una relación estable con mucho futuro

ACTUALIDAD ..... pág. 42
Escaso impacto del Brexit en las relaciones hispano-británicas y el M&A

SECTORIAL ..... pág. 46
La inversión extranjera acelera las infraestructuras de transporte

CONSULTAS LEGALES ..... pág. 50

Somos el nº 1 gracias a una sola transacción: la tuya

Construir relaciones, crear valor

Somos la firma número 1 en asesoramiento financiero en el mercado de fusiones y adquisiciones en España en 2017, por sexto año consecutivo.

Los *rankings* publicados por Thomson Reuters, Mergermarket, Dealogic y Bloomberg al cierre del año 2017, sitúan a PwC de forma indiscutible como asesor número 1 por número de transacciones en España. Este reconocimiento se suma a la reciente designación de PwC como *Mejor Asesor Financiero de M&A en España* en 2017, dentro de los *European M&A Awards* que otorga Mergermarket.

Porque nos planteamos cada una de las operaciones que realizamos como si fuera la única. Porque nuestro enfoque integrado, -financiero, fiscal, estratégico, operativo, comercial, legal y laboral- nos ha llevado a ser el asesor preferido de los clientes en el mercado español.

Queremos dar las gracias a todos los clientes que habéis confiado en nosotros para trabajar a vuestro lado.

*** Thomson Reuters M&A Financial Advisory Review, Full Year 2017**

Ranking	Asesor	Número de operaciones cerradas
1	**PwC**	**86**
2	Deloitte	68
3	KPMG	39
4	EY	31
5	BDO	20
6	Rothschild	18
7	Citi	15

*** Mergermarket Global & Regional M&A Report, 2017 - Financial Advisors**

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	**PwC**	**74**
2	Deloitte	50
3	EY	48
4	KPMG	38
5	BBVA	19
6	Citi	17
7	BDO	17

*** Dealogic M&A Ranking. Full Year 2017 Financial Advisors**

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	**PwC**	**61**
2	Deloitte	40
3	EY	37
4	Citi	22
5	KPMG	21
6	Rothschild	20

*** Bloomberg M&A Ranking. Full Year 2017 Financial Advisors**

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	**PwC**	**83**
2	EY	54
3	KPMG	53
4	BBVA	18
5	Rothschild	17
6	Citi	16

* **Fuentes:** Thomson Reuters Merger & Acquisition Financial Advisory Review full year 2017 (Any Spanish Involvement Completed (AF41) and Announced (AD34), rank # of Deals per Advisor). Thomson Reuters, 2 de enero de 2018; Mergermarket Global & Regional M&A Report, 2017. Financial Advisor League Tables, 3 de enero de 2018; Dealogic M&A database. Ranking announced deals; Full year 2017 final results, January 2018; Bloomberg M&A database. Ranking announced deals; Full year 2017 final results and Global M&A Market Review, 2017, January 2018.

pwc

© 2018 PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L. Todos los derechos reservados. "PwC" se refiere a PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocios, S.L., firma miembro de PricewaterhouseCoopers International Limited; cada una de las cuales es una entidad legal separada e independiente.

Bankia

Leopoldo Alvear
Director Financiero de Bankia

Por el momento no hay fusiones sobre la mesa

Desde la reestructuración de 2013, Bankia se ha convertido en otra entidad: en 2012 perdía dinero y, en 2017, ha tenido un beneficio de más de €800M. Ahora es un banco líder en solvencia, eficiencia y rentabilidad. La integración de BMN o la reducción de €11.000M de activos no productivos son algunas de las claves de su transformación. El FROB saldrá de su capital para diciembre de 2019, seguramente a través de la colocación de paquetes en el mercado. Mientras, el sector habla de la potencial fusión entre la entidad y otros grandes bancos, una negociación que todavía no está sobre la mesa. Por el momento, Bankia tiene un aspecto a su favor: es complementaria con todos.

La Bankia de 2013 es muy diferente de la de ahora, que ya ha terminado el plan de reestructuración…

Los accionistas de Bankia se han beneficiado de forma significativa. El grupo ha cambiado de una forma bastante radical: en 2012 perdía dinero y, en 2017, ha tenido un beneficio de más de €800M. Desde el punto de vista de actividad comercial también hemos transformado completamente el banco, el año pasado captamos más de 150.000 clientes netos, más de 200.000 tarjetas de crédito y 100.000 nóminas. Ha sufrido una gran transformación el mundo de activos problemáticos, donde hemos sido capaces de reducir nuestros préstamos dudosos en más de un 50%. Además, hemos generado más de 530 pbs de capital en el mismo período. Ahora Bankia es un banco líder en solvencia, eficiencia y rentabilidad.

¿Qué supone para Bankia la integración de BMN, tanto a nivel de cifras como de estrategia corporativa?

Cuando abordamos la operación, buscábamos que tuviera sentido desde el punto de vista industrial y financiero. Desde el punto de vista industrial, claramente era una fusión que tenía una complementariedad absoluta con Bankia. Lo que ganamos es un 25% de nuestra base antigua de clientes en zonas geográficas donde nosotros no estábamos. El 70%/75% de las oficinas de BMN estaban concentradas en tres regiones: Murcia, Granada y Baleares. En esas regiones prácticamente no teníamos exposición porque no formaban parte de los territorios de origen de las cajas que formaron Bankia.

La operación, ¿cómo ha afectado al ratio de solvencia del banco?

La operación de BMN se cerró a un múltiplo de 0,4x su valor en libros, lo que supone para los accionistas de Bankia (que son también los de BMN puesto que recibieron acciones) un retorno sobre el capital invertido en el entorno del 12% en el año 3, es decir, en 2020, y un incremento del beneficio por acción de alrededor del 16%. Desde el punto de vista financiero también tiene sentido la fusión. Al haber hecho una operación a través de acciones, sin levantar dinero en el mercado, hemos tenido un consumo de unos 200 pbs de capital. En el último año hemos generado de forma orgánica más de 140 pbs, es decir, más de un 70% del consumo de capital como consecuencia de la operación de BMN.

¿Vuestro objetivo es seguir aumentando el capital de forma orgánica o de otra manera?

Después de la operación de BMN y después de la implementación del IFRS9, que es el nuevo cambio contable que se produce en el primer trimestre de 2018, nuestra base de capital proforma en diciembre era de un 12%. Este es el nivel que hemos anunciado en el plan estratégico que queremos conservar para el banco. Todo el capital que generemos por encima del 12% lo queremos repartir con nuestros accionistas.

La operación de integración de BMN se está haciendo en un tiempo récord, ¿qué ha supuesto?

Hemos querido correr mucho porque en 2013, cuando integramos todas las cajas que formaron Bankia y realizamos la reestructuración del grupo, llegamos a la conclusión de que este tipo de integraciones son disruptivas. Hay que hacerlas lo antes posible porque los empleados están intranquilos. La integración la hemos realizado en un trimestre, lo que es un récord como decías. De hecho, la integración tecnológica se ha cerrado el pasado 19 de marzo y, a día de hoy, ya hemos cerrado las 170 oficinas que no necesitábamos como consecuencia del solapamiento entre redes, y llegamos a un acuerdo con los sindicatos para poner en marcha de forma efectiva el ERE en abril. En el primer semestre esperamos haber avanzado mucho en este sentido. Esto que parece fácil lleva un trabajo muy exhaustivo. Durante la segunda parte del año pasado, aunque los dos bancos seguían operando de forma independiente, pusimos equipos a trabajar en la integración. Lo hemos conseguido hacer en un trimestre porque había mucho trabajo previo.

Al anunciar la operación se esperaban €155M de sinergias pero se van a superar, ¿no? ¿Cómo han conseguido mejorar estas cifras?

Efectivamente, esperamos alcanzar €190M en el año 3. Un 35% de las mismas deberían estar contabilizadas este mismo año, por la rapidez con la que estamos ejecutando el plan de reestructuración, cerca de un 80% el año que viene y el 100% en 2020. Son fundamentalmente sinergias derivadas de costes, es decir, dos tercios de las mismas se explican por la reestructuración del grupo a causa del solapamiento de las sucursales y los servicios centrales, y un tercio vienen derivadas de las renegociaciones de todos los contratos con proveedores.

Recientemente, ha adquirido el 50% que no mantenía en Cajamurcia Vida y Pensiones y Caja Granada Vida, haciéndose con el 100% de las dos filiales de BMN. La integración con BMN, ¿podría dar lugar a más deals de este tipo?

Era una operación que teníamos muy clara desde el principio porque teníamos distintos partners de banca insurance. En Bankia trabajamos con Mapfre y en BMN trabajaban con Aviva y con Caser. Cuando hicimos la due diligence también analizamos cuanto nos costaría recomprar estos contratos para tener un único proveedor de servicios de banca seguros. Dentro de esta estrategia, las penalizaciones las provisionamos en el momento de la adquisición de BMN y ahora estamos ejecutando estas negociaciones. Hemos llegado a un acuerdo con Aviva de una forma relativamente rápida y ahora tenemos que negociar con Caser. Lo lógico es recomprar los contratos para vendérselos a Mapfre.

¿Cree que todavía hay más margen de consolidación en el mapa financiero español o ya está todo hecho?

Es una pregunta muy difícil de contestar. Lo que es obvio es que el panorama financiero en España ha cambiado radicalmente en los últimos 8 años, éramos más de 50 entidades y ahora quedamos 12. Analizando el año pasado, las operaciones de BMN y Banco Popular supusieron una concentración de un 13%. Si miras los activos que tienen los cinco principales bancos en España, totalizan más de un 60% del total. Esto hace que sea uno de los países más concentrados de Europa ¿Existen más posibilidades de consolidación en el futuro? Veremos. Casi todas las entidades han mostrado lo que quieren hacer. Tenemos varias que

> “La fusión con BMN tenía sentido tanto desde el punto de vista industrial como financiero. La entidad tenía complementariedad absoluta con Bankia”

salieron a cotizar en los últimos años e Ibercaja ha dicho que va a salir a Bolsa en 2020. De ahí a que pueda haber operaciones en el futuro… Siempre puede haber, pero creo que ya hemos avanzado mucho en los últimos años.

En su plan estratégico habla de posibilidades de crecimiento inorgánico, ¿dónde tendría puesto el punto de mira en este sentido?

Nosotros siempre vamos a ser un banco doméstico. Con nuestro tamaño no vemos que tenga sentido expandirnos fuera de España porque no tendríamos una cuota de mercado relevante, salvo que viéramos un deal completamente transformacional. Nos vamos a concentrar en el mercado doméstico y creemos que tenemos muchas oportunidades de crecimiento orgánico. En principio descartamos operaciones inorgánicas en el futuro cercano. El mejor retorno que podemos generar para nuestros accionistas es devolverles capital. Uno de los pilares sobre los que hemos basado nuestro plan estratégico es que vamos a devolver a nuestros accionistas más de €2.500M en los próximos tres años, es decir, más de un 20% de nuestro marketcap.

Han realizado una reducción de €11.000M de activos no productivos desde 2013, ¿qué desinversiones han realizado?

Esos €11.000M se pueden dividir en la desinversión de unas 600 participaciones industriales por un valor cercano a los €7.000M y en ventas con cartera institucional a fondos de inversión de activos dudosos, por otros €4.000M. Creo que en términos de desinversiones de participadas no queda nada muy relevante porque todo lo importante ya lo hemos desinvertido. Sí continuaremos con la desinversión de activos no estratégicos, tanto de deuda dudosa como de activos adjudicados, bien retail bien venta institucional a fondos. Queremos reducirlos en el entorno de €9.000M.

El FROB todavía cuenta con un 61% del capital de Bankia y se ha comprometido a desinvertir para diciembre de 2019 ¿Se realizará a través de la colocación de paquetes en el mercado como hasta ahora?

En realidad, esta es una pregunta más bien para nuestro accionista. Los directivos y empleados de Bankia estamos enfocados en incrementar el valor de la compañía y que sea más fácil para el FROB poner a la venta esos paquetes. El compromiso del FROB es desinvertir para finales del año que viene y seguro que tendrá oportunidades ¿Va a continuar a través de la venta de paquetes? Honestamente no puedo contestar. Es una estrategia que ha realizado en el pasado y lo ha hecho con éxito y, a medida que vamos incrementando el free float de la compañía, se pueden hacer ventas más elevadas porque hay más liquidez en la acción. Es un círculo virtuoso. Tendría sentido que por lo menos hubiera más demanda de papel, otra cosa es que el FROB decida hacer colocaciones más grandes o lo haga como lo ha hecho hasta la fecha.

> “Los cinco principales bancos en España totalizan más de un 60% de los activos. Esto hace que España sea uno de los países más concentrados de Europa”

El precio de la acción ahora está un poco más bajo, ¿se ha cerrado la ventana de oportunidad actual?

Depende del precio al que quiera vender el accionista. Durante los últimos meses todos los bancos hemos sufrido una reducción en nuestros valores como consecuencia del mercado, que tiene una visión un poco más pesimista sobre el sector financiero sin que haya habido ninguna noticia relevante. Esto puede revertir en cualquier momento y, de hecho, es un ciclo que está teniendo lugar desde hace cuatro años, con momentos de mercado más optimistas debido, por ejemplo, a la subida de tipos o al entorno. En cualquier caso, creo que es un tema puntual y seguro que en el futuro las cotizaciones volverán a estar más elevadas.

Se ha hablado de una potencial compra por parte de BBVA pero parece que no va a fructificar, al menos a corto plazo, debido a la baja valoración de la firma en Bolsa, ¿no?

El banco tiene una exposición geográfica que es completamente complementaria con todos los grandes bancos, lo que no ocurre con otras entidades cuya fusión no tendría sentido. De ahí a que nos vayamos a fusionar con BBVA… No hay ni ha habido ninguna conversación al respecto. Ni con BBVA ni con ningún otro. No hay nada previsto sobre la mesa. Es más, nuestro plan estratégico para los próximos tres años no contempla ninguna operación corporativa adicional a la que ya estamos ejecutando con BMN. ¿Puede tener sentido una fusión o venta de Bankia en el futuro? Pues no lo sé. Es el FROB quien decidirá. Lo importante para nosotros, como gestores, es que Bankia sea líder en solvencia, rentabilidad y eficiencia, que genere valor para los accionistas. .

En este sentido, se ha comentado que Bankia es “muy opable”, ¿qué opina sobre ello?

Desde principios de año, todos los grandes bancos hemos tenido un descenso de las cotizaciones ¿Es más opable Bankia ahora que en enero? No lo tengo claro. Una entidad es más opable cuando hay diferencia o una asimetría con respecto al comprador, pero creo que todos los bancos hemos seguido la misma senda.

¿Cuáles son los principales objetivos de la firma para 2020?

Lo que pretendemos en 2020 es ser el mejor banco comercial de España sobre tres grandes pilares: ser los más eficientes, los más rentables y los más sólidos desde el punto de vista de solvencia. Para ello, nos estamos marcando como objetivo tener un retorno sobre el capital del 11%, un beneficio después de impuestos de unos €1.300M y devolver a nuestros accionistas más de €2.500M a través de dos vías: el retorno ordinario, es decir, el cash pay out, un dividendo en efectivo de entre un 45% y un 50% de los resultados de cada año; y repartir todo el capital excedentario por encima del 12%, bien a través de dividendos extraordinarios o a través de operaciones buy back, es decir, recomprar acciones en el mercado para amortizarlas y reducir el número de títulos.

C&C

La Virtual Data Room

Diseñada a medida de tu empresa o proceso corporativo

Corporate Governance - Financiero/Bancario - Legal - Inmobiliario - Industrial

WE LOVE TO WORK FOR Your SECURITY

Trabajar y compartir tus documentos sensibles con total tranquilidad.

Control y seguridad de los datos.

App dedicada para un acceso seguro en movimiento.

Accesos autenticados y verificados.

Asistencia al Cliente multilingua.

Trazabilidad de la actividad de los usuarios.

Multipartner Know the Future | Virtual Data Room

www.multipartner.com

De izda. a dcha, José Manuel Fernández Terán, Borja Sangrador (sentado), Santiago Otero, Bernat Figueras, Socio Responsable de Strategy& en España, Carmen Morales y Aitor Gutiérrez

STRATEGY& ESPAÑA

Creciendo por cuarto año consecutivo para seguir siendo un referente mundial

En su track record hay casos de éxito como Hotelbeds, Redexis, Quirón, Coca Cola Iberian Partners, Bimbo, Lacrem o Fluidra-Zodiac. El equipo de consultoría estratégica de PwC lleva cuatro años creciendo a doble dígito en España con un modelo referente para la firma, al tiempo que lo hace su protagonismo en las fases críticas de cada transacción. Su apuesta es seguir capturando valor y ampliando su oferta de servicios desde la especialización sectorial y más allá de la due diligence.

Es uno de los negocios de PwC que más crece en España. Por encima del 30%....

En 2017 crecimos un 32% y este año lo seguiremos haciendo a doble dígito al igual que los últimos cuatro años. Estos resultados responden a más de una década de apuesta por la actividad. PwC está impulsando los negocios de originación y M&A y, en este contexto, las capacidades en estrategia son clave para identificar y capturar las palancas de generación de valor. Somos un equipo joven, muy comprometido y con muchas ganas de impulsar la práctica. Tenemos un enfoque sectorial y expertos para cada área y solución y estamos teniendo un papel cada vez más protagonista en las principales transacciones españolas, lo que nos ha permitido entrar en un círculo virtuoso de generación de conocimiento y de apoyo a nuestros clientes en nuevas operaciones.

¿Esto es, claramente, lo que les diferencia?

Sin duda. El cliente busca un asesor que, además de identificar los riesgos y reducir la incertidumbre de la transacción, aporte un punto de vista de la industria y un ángulo diferente en su agenda de preguntas. La relevancia de esta área se explica por varios motivos. En este negocio de transacciones nos permite ofrecer una propuesta diferencial y completa, posicionándonos en las operaciones corporativas en fases muy tempranas. Y, en el negocio non deal, nos permite acompañar al cliente desde la concepción de los cambios hasta su ejecución, lo que resulta clave en un entorno cada vez más complejo e interdisciplinar, donde las compañías buscan soluciones a medida.

¿Cómo se integran y coordinan con los socios de Deals y Consulting y con los responsables sectoriales?

Desde luego, esto es diferencial. Trabajar de forma coordinada y eficiente permite aportar el máximo valor al cliente. Los socios de Corporate Finance son plenamente conscientes que, si cuentan con el equipo de Strategy& para posicionar cualquier solución o producto o negociar con el private equity, la probabilidad de que el proyecto salga adelante se multiplica claramente. Lo han venido comprobando durante la última década y ya surge de forma natural. El resultado es una ejecución excelente que nos ha permitido tener recurrencia tanto en cor-

porates como con el private equity. Otra clave del éxito es, sin duda, el apoyo de la red global y de los expertos sectoriales. Sin duda, poder incorporarlos a los proyectos nos ha permitido ganar deals importantes en sectores muy especializados. Estos factores, al final, implican un gran valor añadido, porque permiten combinar las capacidades de una Big Four con las dinámicas de una boutique.

El private equity sigue siendo su principal cliente en proyectos de due diligence?

Sí, aunque en los últimos años hemos ganado relevancia en proyectos de estrategia para fondos internacionales y sociales, y trabajamos cada vez más para los corporates como Fluidra-Zodiac o Elis. En los proyectos post-deal, por ejemplo, hay un mix entre fondos y grandes corporaciones llevando a cabo proyectos de integración complejos, como HBG (Hotelbeds), Bimbo o las embotelladoras Coca Cola Iberian Partners, donde estuvimos trabajando casi cuatro años. En estos contextos de gran complejidad, nuestros clientes valoran nuestra capacidad para priorizar, definir y ayudar en la toma de decisiones, transformando las compañías y movilizando todas las capacidades de la firma. En los últimos años, hemos extendido nuestros servicios consolidando nuestra presencia en productos más tradicionales, como due diligence regulatorias y assessment de ingresos, Opex y Capex, pero, además, hemos construido nuevas capacidades en torno a la definición de estrategias de portfolio; proyección de precios mayoristas de electricidad en diversos mercados con herramientas propias y asesoramiento integral en PPAs (contratos de lago plazo de electricidad).

En concreto, ¿cuál suele ser vuestro rol en las diferentes fases del proyecto?

Antes de la transacción, nuestro rol es trabajar muy de la mano del equipo de M&A en las fases de originación, identificando tendencias sectoriales que puedan motivar transacciones. En estos casos, nos posicionamos antes de la propia transacción. Durante el deal, nuestro rol fundamental es realizar la due diligence comercial y operacional aportando el máximo valor gracias a nuestro expertise sectorial. Contamos con equipos que combinan un expertise sectorial con un profundo conocimiento de las dinámicas propias de las operaciones. Y, finalmente, en el post-deal, nuestro rol es doble: por un lado, apoyamos y mejoramos los programas de creación de valor esbozados durante la due diligence y, además, aplicamos una metodología contrastada que garantiza la captura de valor movilizando los equipos de nuestros clientes y una detallada monitorización del proceso de integración.

> “Nuestro valor añadido reside en saber combinar las capacidades de una Big Four con las dinámicas de una boutique”

Desde su apuesta por la especialización sectorial ¿Qué nichos de negocio están ahora más activos?

Tenemos profesionales en todos los sectores, pero los más relevantes son retail, consumo, energía, sanidad, turismo y sector financiero. Además, estamos apostando por soluciones cross-sectoriales que ayudan a nuestros clientes a realizar el máximo valor en una transacción. Por ejemplo, nuestra metodología de Delivering Deal Value (DDV) nos permite maximizar y aflorar todas las sinergias en un escenario post-deal, mientras que, con Deals Analytics (DA), podemos utilizar datos internos y externos de las compañías para identificar oportunidades de creación de valor. En sanidad, participamos muy activamente en la compra de Quirón Salud por CVC y en la consolidación de los diferentes subsectores (dental, hospitalario y residencias de ancianos). En energía, nuestros principales clientes son fondos de infraestructuras y utilities y, en distribución, con operaciones como Redexis y plantas termosolares de Acciona. En telecomunicaciones, la gran consolidación ya ha concluido y el M&A se concentra en las infraestructuras de telecomunicaciones (Ufinet) y en los data centers (Equinix por Itconic). En turismo, estuvimos en la gran operación de Hotelbeds, donde seguimos apoyando a la compañia en maximizar el valor de la transacción. También hay bastante pipeline en retail y consumo, con interés de industriales y fondos en segmentos como la restauración organizada (Goiko Grill), alimentación (Unión Martín) y moda (Bimba y Lola).

Establecer esas relaciones de confianza con el resto de prácticas de PwC habrá llevado su tiempo…

Sí, PwC fue pionero en este campo hace muchos años y, al ser negocios tan complementarios, todo fluye de forma muy natural. La práctica de Deals se organiza por sectores, al igual que nosotros, encaja como un guante. Los socios de Deals ven en nosotros un complemento ideal para reforzar su posición ante sus clientes y ser más relevantes. Al final, esto suma un pool de capacidades para responder a todas las inquietudes que pueda tener el cliente, fidelizarlo y crear relaciones de confianza a largo plazo. La compra de Booz y su integración en la red de PwC fue un hito que nos permitió ganar capacidades y diferenciarnos. Actualmente, somos un equipo de 110 profesionales en España, un tamaño que nos permite profundizar en la especialización y la sectorización, dos ángulos diferenciales reconocidos por el mercado. Nuestro modelo en España ha sido seleccionado como un referente internacional a seguir en Strategy&. En él se integran las excelentes capacidades y forma de trabajar coordinada de los equipos de Strategy& y Deals en el contexto de PwC, dando lugar a una práctica de Deals exitosa con un enfoque único y diferencial de creación de valor en el ámbito de las transacciones.

El equipo de consultoría estratégica de PwC está integrado por 110 profesionales en España.

Alfonso de León, CEO de Axon Partners y Francisco Velázquez, Presidente

La elección de Axon Partners para dirigir VentureEU, el nuevo fondo de fondos paneuropeo lanzado por la Comisión Europea y el FEI para atraer €2.100M al ecosistema de venture capital europeo, supone un hito para la firma española y para la propia industria. Con su fondo Aurora de €500M, la gestora prevé obtener un retorno neto del 16% con un modelo diferencial y propio que combina la inversión en unos 30 fondos europeos con inversiones en secundario y unas 10 coinversiones directas en participadas. Además, Axon ultima un fondo de growth capital de €100M para apoyar la expansión de pymes no tecnológicas españolas.

EL GRAN HITO DE AXON PARTNERS

Elegido para dirigir el programa VentureEU de la Comisión Europea

Sin duda, la noticia supone un hito para Axon Partners ¿Qué implica realmente para la firma?

Francisco Velázquez: En la noticia hay dos ángulos distintos: por un lado, lo que implica para Axon y, por otro, lo que supone para el ecosistema de venture capital español y europeo. Para nosotros, la noticia supone un cambio de liga. Subimos al siguiente nivel, pero el hecho de que una empresa española gestione un programa estratégico de este calibre dice mucho a favor de nuestra industria y de su gran potencial de crecimiento.

Alfonso de León: Para nosotros, como firma, supone un hito transformacional, no sólo por el tamaño objetivo del fondo, de €500M, sino por su impacto. Implica un cambio en la estrategia que venimos desarrollando estos 12 años. Con Aurora nos dirigimos a inversores institucionales que, hasta ahora, no han tenido acceso al venture capital por deficiencias tradicionales del mercado. Aurora nos posiciona a la vanguardia de la canalización del capital institucional hacia el venture capital panaeuropeo y lo hace a través de un vehículo español.

¿Qué motivos han pesado más a la hora de resultar elegidos junto a firmas como Aberdeen, Schroder, LGT y Lombard?

A: Creemos que la Comisión Europea ha visto varios elementos diferenciales por los que ha decidido darnos su confianza. De los seis fondos seleccionados, somos la única firma especializada, el resto son mayoritariamente banca privada. Es difícil encontrar una firma especialista en venture capital tecnológico con un track record destacado y que, además, opere en varias regiones (Europa, Latinoamérica y Asia) con un alcance y perspectivas globales. Actualmente, somos un equipo de 80 personas con oficinas en 7 países y ese tamaño y esa capacidad de acceder a inversores institucionales como los grandes fondos de pensiones latinoamericanos, que actualmente gestionan ya más de $500.000M, han resultado decisivos.

¿Cuál es la importancia de este programa a nivel europeo?

F: La Comisión Europea y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) y sus subsidiarias nacionales, como FOND-ICO en España o el BPI en Francia, se han convertido en grandes inversores institucionales pero, todo ese capital, aunque resulta fundamental, no es suficiente para competir con los fondos americanos y chinos, cuyo tamaño medio es entre 3 y 4 veces mayor ¿A qué se debe esa diferencia? Fundamentalmente, a la falta de presencia institucional en el ecosistema europeo. La única manera de incorporar al inversor institucional a la industria de venture capital es a través de un fondo de fondos, porque su mediana de rentabilidad duplica la de una inversión directa y el riesgo se reduce significativamente por la propia diversificación del portafolio.

¿Qué plazos manejan en el fundraising de Aurora?

A: El fundraising avanza a buen ritmo. Prevemos hacer un first closing el próximo mes de septiembre con entre €200M y €250M comprometidos entre grandes fondos de pensiones de Latinoamérica y Europa, banca privada y corporaciones tecnológicas. Esto importante, porque no sólo estamos atrayendo a inversores institucionales sino también a corporaciones al dar acceso a tecnología en sectores muy disruptivos. El segundo

closing tendrá lugar a principios de 2019 con un tamaño objetivo de €500M.

La industria europea de venture capital tiene 20 años de vida, ¿por qué apostar por el asset class ahora y hacerlo a través de un fondo de fondos? A: Aurora permitirá a los inversores acceder a una de las clases de activos más prometedoras a nivel mundial. Durante los últimos cinco años los retornos de la industria europea superan los americanos, pero es necesario aumentar el tamaño medio de los fondos. Desde 2015, el venture capital europeo está dando retornos medios del 30%. Esto, el inversor institucional no lo sabe y todo apunta a que, en los próximos cinco o 10 años, el asset class se posicionará como uno de los mejores a nivel mundial. Hay señales indicativas muy claras de que ha llegado el momento de invertir en venture capital en Europa, pero no podemos seguir con fondos de un tamaño medio de €100M cuando nuestros competidores están en €280M y subiendo.

F: El fondeo en EE.UU. es seis veces mayor que en Europa y China triplica al viejo continente. Ese "funding gap" se debe, casi exclusivamente, a esa carencia de inversor institucional: fondos de pensiones, endowments, etc. Por eso es tan importante y estratégico que España tenga un representante desarrollando esta estrategia de negocio. El objetivo del programa es atraer inversores privados institucionales, para que empiecen a conocer el asset class e inviertan mucho más en él directamente.

Supongo que el valor añadido de un fondo de fondos en la industria es evitar la distorsión de retornos, ¿no?

Mauro Yovane: Eso es, los retornos del venture capital europeo en el cuartil superior han sido los mejores dentro del asset class de private equity, pero hay mucha dispersión entre los mejores y los peores. El riesgo al que se expone el inversor institucional seleccionando un único gestor de venture capital directo es muy grande. El fondo de fondos mitiga ese riesgo principal y si además complementas la estrategia de inversiones directas con la compra de participaciones en secundario, la curva J se reduce y la TIR mejora de forma significativa.

De izda. a dcha., Alfonso de León, Francisco Velázquez y Mauro Yovane, Principal de Axon

> "El retorno medio del venture capital en Europa supera al americano, es ya del 30%, y en los próximos años será uno de los mejores asset class a nivel mundial"

¿Esta estrategia de inversión de Aurora es diferencial?

A: Sí, es un modelo propio que, como decía Mauro, permite obtener flujos de caja más tempranos y acortar la curva J. La esencia de Axon como inversor en venture capital nos ha permitido seleccionar las mejores gestoras y, además, ejecutar de manera activa una estrategia de coinversión. Vamos a aprovechar de forma muy activa las mejores oportunidades que identifiquemos en los portfolios de los fondos donde invirtamos. Los LPs valoran mucho esa capacidad de escoger las mejores empresas en las carteras.

Mauro Yovane: Ya hemos analizado más de 250 fondos europeos y tenemos un pipeline seleccionado para los próximos 4 años. Y, por último, complementaremos nuestra estrategia haciendo también inversión en secundario, lo que nos permite reducir la curva J de forma significativa. Al final, elegiremos entre 25 y 30 fondos europeos -entre los que podría haber 2 ó 3 gestoras españolas- y haremos unas 10 coinversiones accediendo a más de 400 empresas tecnológicas de forma diversificada en sectores y países, y alcanzando una TIR neta del 19% muy consistente y estable.

Y, por último, ¿cuándo estará operativo Premium Brands Fund, su nuevo fondo de growth capital?

A: El fondo ya está operativo. Este mes de junio prevemos materializar un primer cierre en €30M. El objetivo final es recaudar €100M este año. Es importante porque, con este fondo, damos un salto y empezamos a explorar sectores de actividad más tradicionales y desconocidos. Los planes pasan por realizar entre 8 y 12 inversiones en empresas con un ebitda inferior a €3M.

F: Nuestro ángulo diferenciador respecto a otros fondos que rastrean este terreno es nuestro conocimiento y experiencia atesorados en la industria tecnológica durante estos 12 años. Nuestra tesis de inversión es tomar participaciones minoritarias pymes españolas con un grado de consolidación mayor que el de las start ups que han integrado nuestra cartera histórica sin recurrir al apalancamiento. Apostamos por empresas que ya tienen un recorrido probado. Hay muchas compañías interesantes en este segmento del mercado que necesitan avanzar en la digitalización y creemos que podemos ayudar mucho en ese punto.

C&C

Tras 15 años de trayectoria, casi €1.000M invertidos y un equipo de más de 100 personas, Qualitas Equity se consolida como uno de los principales actores en la inversión privada en España con el lanzamiento de seis nuevos vehículos especializados con los que seguirá impulsando su crecimiento durante los próximos años. Desde su creación, Qualitas ha mantenido sus dos grandes valores diferenciales: un enfoque muy especializado y una involucración activa en el día a día de sus inversiones creando un gran valor para el accionista. Actualmente, la firma está organizada en torno a cinco áreas de inversión: energía renovable, private equity, fondo de fondos, inmobiliario e impacto social.

Qualitas Equity

Cumple 15 años gestionando inversiones alternativas con éxito y lanza seis nuevos vehículos especializados

¿Cómo han reorganizado los equipos y las distintas áreas de inversión bajo Qualitas Equity?

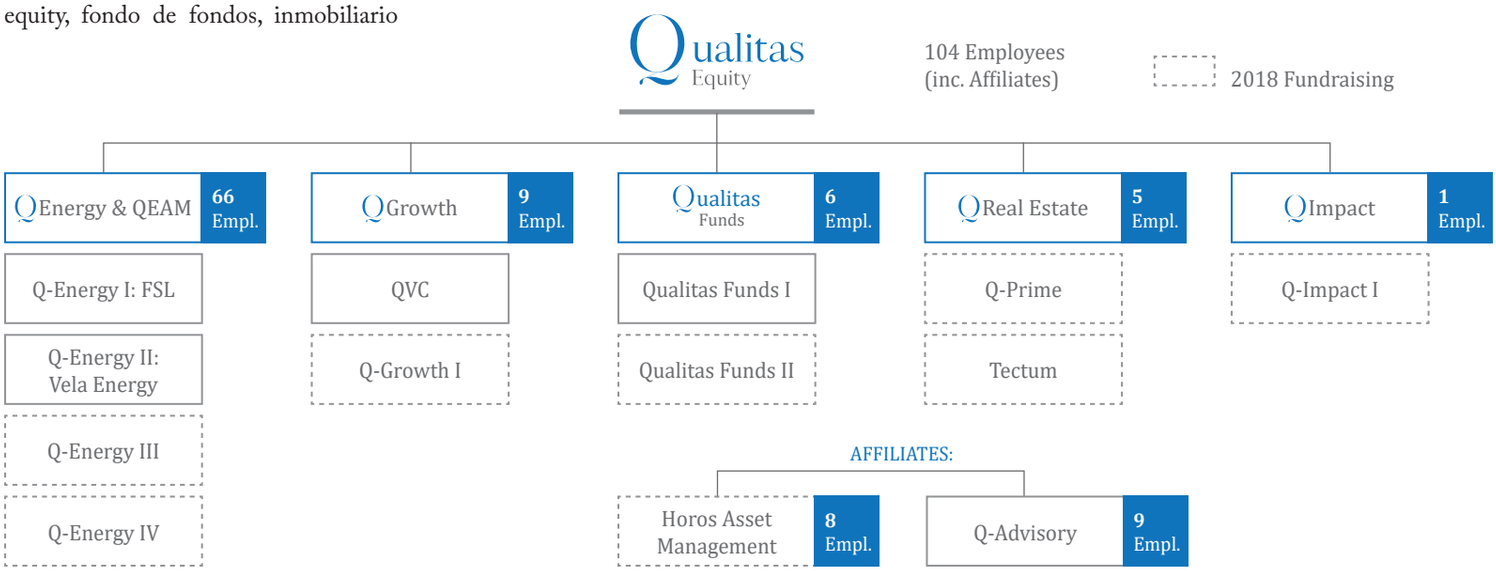
Iñigo Olaguíbel: Desde 2002 y tras casi €1.000M invertidos, hemos aprovechado nuestra experiencia y la confianza depositada por nuestros inversores para lanzar nuevos fondos especializados. Durante estos 15 años, hemos tratado de preservar los mismos valores y objetivos de los inicios: identificar y gestionar oportunidades de inversión únicas que permitan obtener retornos superiores al mercado manteniendo el más alto nivel de excelencia e integridad. Nuestras líneas de negocio siguen creciendo, somos ya más de 100 profesionales y queremos asegurarnos de que nuestros inversores entienden nuestro enfoque artesanal para generar valor en el ámbito de los activos alternativos. Por ello, hemos restructurado nuestras áreas de negocio en cinco verticales especializados: energía, private equity, fondo de fondos, inmobiliario e impacto social, optimizando muchos servicios comunes.

Borja Oryazábal: Pretendemos presentar a nuestros inversores una gama amplia de productos financieros basados en tesis de inversión diferenciales y con una ventaja competitiva. Hasta ahora, hemos logrado, sistemáticamente, resultados que superan los comparables del mercado y éste es, claramente, nuestro objetivo esencial. Aunque gestionamos cinco verticales diferenciados, cada uno con un equipo asignado, compartimos responsabilidades en el Comité de Inversiones, tanto de "fundraising" como de relación con inversores, marketing y control de gestión. En este último punto, hemos desarrollado una división de asesoramiento de gestión (Q-Advisory) que presta servicio a los vehículos y nuestros clientes, otra actividad de gestión de activos (Q-Energy Asset Management) que proporciona un enorme conocimiento industrial, y hemos apoyado el lanzamiento de Horos, un gestor de valores cotizados con un equipo de prestigio.

¿Qué factores explican su rápido crecimiento y sus retornos superiores?

Eric Halverson: Sin duda, el equipo, nuestra amplia experiencia y red de contactos nacional e internacional y una estructura de gestión que permite identificar oportunidades disruptivas o infravaloradas en nichos de mercado y tener la flexibilidad necesaria para administrar los activos de forma ágil y eficiente. Esa flexibilidad nos ha permitido un desarrollo muy rápido en varias áreas de negocio. Además, siempre tenemos presente el enfoque en las personas. Prestar atención al aspecto humano resulta esencial para nuestra forma de entender los negocios.

IO: Creemos que no hay una forma única de invertir, ni un único tipo de vehículo con



En la imagen, el equipo de inversión de Q Energy y Tectum

unas reglas de gestión fijas. Debemos adaptarnos a cada sector mejorando las probabilidades de éxito. Energía ha sido un claro ejemplo. Fuimos pioneros en complementar nuestros equipos de inversión con perfiles operativos y técnicos que aportan un gran valor añadido.

Sergio García: La filosofía común de inversión es la excelencia y la agilidad, junto al desarrollo de tesis diferenciales y, a menudo, exclusivas. Ahora vemos un gran área de crecimiento en Q-Impact, promoviendo inversiones que aúnan rentabilidad e impacto social, proporcionando no sólo una gran resiliencia sino una ventaja competitiva diferencial.

En 2017, además de Q-Impact, lanzaron dos iniciativas en el sector inmobiliario: Q Prime y Tectum.

Borja Pérez Araúna: Sí, ambas nacen de identificar fuertes tendencias a partir de nuestra experiencia como inversores, combinando el private equity tradicional con el conocimiento obtenido por nuestro equipo de Energía. Q-Prime es un vehículo destinado a comprar edificios para alquiler corporativo de media estancia y Tectum se centra en la promoción y alquiler a largo plazo de vivienda asequible para rentas medias.

> “Nuestro objetivo es consolidarnos como la plataforma líder de gestión de activos alternativos en los próximos cinco años”

Ahora que están en un gran punto de inflexión ¿Qué potencial tiene Qualitas y qué posición espera alcanzar?

IO: Hasta la fecha, hemos tenido un gran éxito en nuestras inversiones principalmente españolas, aunque también hemos tenido grandes socios internacionales de inversión en deuda y capital, y este año ampliaremos nuestra base de inversores en Europa continental, Reino Unido y América. También hemos ampliado nuestro catálogo de productos ofreciendo nuevas oportunidades de inversión en el ámbito de los activos alternativos y más allá del private equity. Nuestro objetivo es consolidarnos como la plataforma líder de gestión de activos alternativos en cinco años.

Q Energy

Iñigo Olaguíbel

Desde 2007, han invertido cerca de €3.000M con las dos plataformas, Fotowatio y Vela Energy...

IO: En total, son unos €560M en capital y, el resto, en instrumentos de deuda, generando una TIR global del 36%. Ambas plataformas han operado tanto en España como internacionalmente, incluyendo EE.UU., Italia o Australia, desarrollando más de 2.5GW de energía solar fotovoltaica. Pese a que ya hemos vendido la mayor parte de las plataformas, seguimos gestionamos más de 330MW en el sector fotovoltaico en España e Italia. Además, estamos trabajando en dos nuevos vehículos. El primero, Q-Energy III, es un vehículo intermedio formado por nuestros recursos y con co-inversores españoles. Por su parte, Q-Energy IV es un vehículo mayor, que invertirá €500M en activos de energía renovable por toda Europa con una inversión total de más de €2.500M, sumando deuda. Para invertir dichos recursos de forma eficiente, estamos ampliando nuestra presencia internacional. De momento, ya hemos completado nuestro equipo local en Alemania con un socio senior de gran experiencia internacional, estamos abriendo oficina en Berlín y hemos firmado la primera adquisición de activos eólicos en Alemania.

¿Cuándo lanzarán formalmente Q-Energy IV?

IO: Será en el cuarto trimestre de 2018, con un primer cierre en los primeros doce meses. La estrategia es identificar adquisiciones oportunistas, para luego optimizar las operaciones y la financiación de los activos en Francia, España, Alemania, Italia y Grecia, desplegando diversas estrategias dentro de solar fotovoltaico, eólico y baterías. QE IV se dirigirá a inversores institucionales y family offices que busquen inversiones en activos reales a largo plazo y estén comprometidos con la lucha contra el cambio climático.

¿Cuántas personas forman su equipo de inversión y de gestión de activos?

IO: El equipo de inversión está compuesto por 12 profesionales, dedicados al 100% a originar y ejecutar nuestras estrategias de inversión y financiación. Además, tenemos un equipo de más de 50 personas -Qualitas Energy Asset Management- que gestiona y opera los activos en cartera, con funciones operativas y técnicas y atribuciones propias de una compañía operativa eléctrica que brindan un claro valor añadido a nuestros inversores.

Pese a la retroactividad, con Vela Energy lograron un retorno muy elevado...

IO: Gracias a la profunda restructuración de Fotowatio, identificamos la oportunidad de consolidar el sector en España, estableciendo una sociedad con Centerbridge, QE II / Vela, que adquirió más de 45 activos en 15 meses con una estrategia de consolidación, optimización de operaciones, reestructuración financiera y economía de escala. Logramos refinanciar €1.000M y, en 2016, lanzamos el mayor bono de proyecto solar fotovoltaico de Europa por €404M, con un rating de “investment grade” de S&P.

Q Growth

Borja Oyarzábal

Desde su lanzamiento en 2014, el ritmo de inversión ha sido muy elevado…

BO: El balance es claramente positivo. Mantenemos ritmos de crecimientos anuales medios en la cartera superiores al 30% a nivel de ebitda y hemos realizado nuestra primera desinversión con un múltiplo de más de 2,6x el dinero invertido. Consideramos que las expectativas de crecimiento para los próximos dos o tres años son especialmente sólidas. Efectivamente, el ritmo de inversión ha sido superior al planificado. Ya hemos invertido totalmente nuestro primer fondo generalista Q-Growth I de €130M en 6 inversiones en cartera: Salupro, Vintae, Nclave, Imegen, Arneplant y Avanzare. Tenemos comprometido el 67% del fondo en 6 empresas y confiamos en terminar el año con 8 proyectos completando prácticamente el objetivo de inversión marcado en 2015. En nuestro caso el éxito ha estado vinculado a la estrategia de identificación de empresas líderes en sus respectivos nichos. Hemos analizado más de 800 empresas e identificado 23 tendencias disruptivas de mercado. Nuestro portfolio tiene de media un año pero en varias compañías ya hemos realizado inversiones adicionales. El "build up" es una estrategia de creación de valor clave para nosotros, porque invertimos en pymes líderes en sus respectivos nichos.

Además, el esquema de incentivos del fondo es bastante inusual…

BO: Sí, lo hemos rediseñado para alinearnos con los intereses de nuestros inversores. Nuestro fondo devuelve íntegramente las comisiones de gestión. Es decir, nuestro incentivo real está basado únicamente en la plusvalía. Es un cambio de modelo importante que ha generado una gran sobresuscripción. Nuestra base inversora incluye 116 LPs nacionales, sin tramo institucional ni internacional. Otra de las peculiaridades del fondo es que el equipo de Q-Growth somos un inversor más en el vehículo, de hecho, aportamos el 20% de los recursos del fondo.

Q Qualitas Funds

Eric Halverson y
Sergio García

En 2015, lanzaron su negocio de fondos de fondos con Qualitas Funds I, un vehículo paneuropeo de €51M y los resultados han sido muy satisfactorios…

EH: Sí, han sido realmente excelentes, batiendo todos los "benchmarks". El fondo estuvo plenamente comprometido en apenas 18 meses y consiguió invertir en los mejores fondos europeos de mid market que están muy sobresuscritos. Además, el dinero se ha puesto a trabajar muy rápidamente habiéndose desembolsado un 40% de los compromisos totales del fondo frente al "benchmark" del 15% del fondo de fondos mediano europeo. Y, por último, la valoración del fondo es muy positiva con una TIR del 20% y sin haber tenido curva Jota.

¿Cómo marcha Qualitas Funds II, su segundo fondo panaeuropeo?

SG: Nuestro tamaño objetivo son €70M y ya hemos alcanzado más de la mitad de los compromisos y comprometido 7 inversiones, desembolsando un 20% de sus recursos con resultados excelentes. A finales de este año, el fondo debería estar ya comprometido en, al menos, un 80% y desembolsado en un 20-25%. La base inversora es mayoritariamente institucional, aunque también tiene inversores individuales y el equipo de Qualitas ha comprometido hasta ahora más de €4,5M.

EH: Los fondos de fondos de Qualitas se enfocan en los mejores fondos de private equity europeos del mid market excluyendo a España y tienen un importante componente de coinversiones directas con los mejores gestores de capital riesgo en Europa (20-30% del total). La gran mayoría de nuestros LPs tiene una estrategia de inversión diversificada en distintos activos (bonos, equities, inmobiliario y capital riesgo) y el fondo de fondos encaja bien en sus portfolios porque -aunque ya tienen inversión directa en capital riesgo en sus países u otras regiones a través de fondos de gran tamaño- el acceso a fondos de mid market de otros países es muy difícil.

Q Real Estate

Óscar Pérez y
Borja Pérez Araúna

Con Q-Prime se acercan al sector inmobiliario con una visión largo placista…

BPA: Hemos capitalizado nuestro conocimiento de gestión de activos intensivos en capital, actuando alrededor de dos iniciativas: Q-Prime, un producto corporativo de alquiler, presente en las principales capitales mundiales pero aún no en Madrid; y Tectum, centrado en promover y construir edificios para alquilar viviendas a largo plazo a inquilinos que las usen como primera vivienda. Ambas estrategias han alcanzado un enorme éxito en los países de nuestro entorno. Q-Prime tiene un tamaño objetivo de €60M con un próximo primer cierre en €25M. El planteamiento es realizar la primera SOCIMI dedicada en exclusiva al alquiler corporativo de media estancia, valorada en unos €100M. Hasta la fecha, es el producto con mejor ratio de rentabilidad/riesgo del mercado. Este año compraremos edificios por un valor cercano a los €50M con el objetivo de alcanzar los €100M el año que viene. De ahí las asociaciones con Be Mate y con Home Select, operadores líderes de este mercado, que serán los encargados de operar los edificios.

Y, junto con Locare RE y otros socios, han impulsado la creación de Tectum…

OP: Tectum es una plataforma dedicada a la promoción de activos residenciales para su posterior explotación en alquiler, con el objetivo de proporcionar un alquiler residencial de primera vivienda asequible a largo plazo. El modelo de negocio sigue el ejemplo de los grandes fondos inmobiliarios del norte de Europa, y busca aportar una solución al problema de acceso a la vivienda de rentas medias en España. Con una capacidad de inversión de más de €100M, está desarrollando las dos primeras promociones en la región de Madrid para la construcción de más de 230 viviendas.

Q Impact

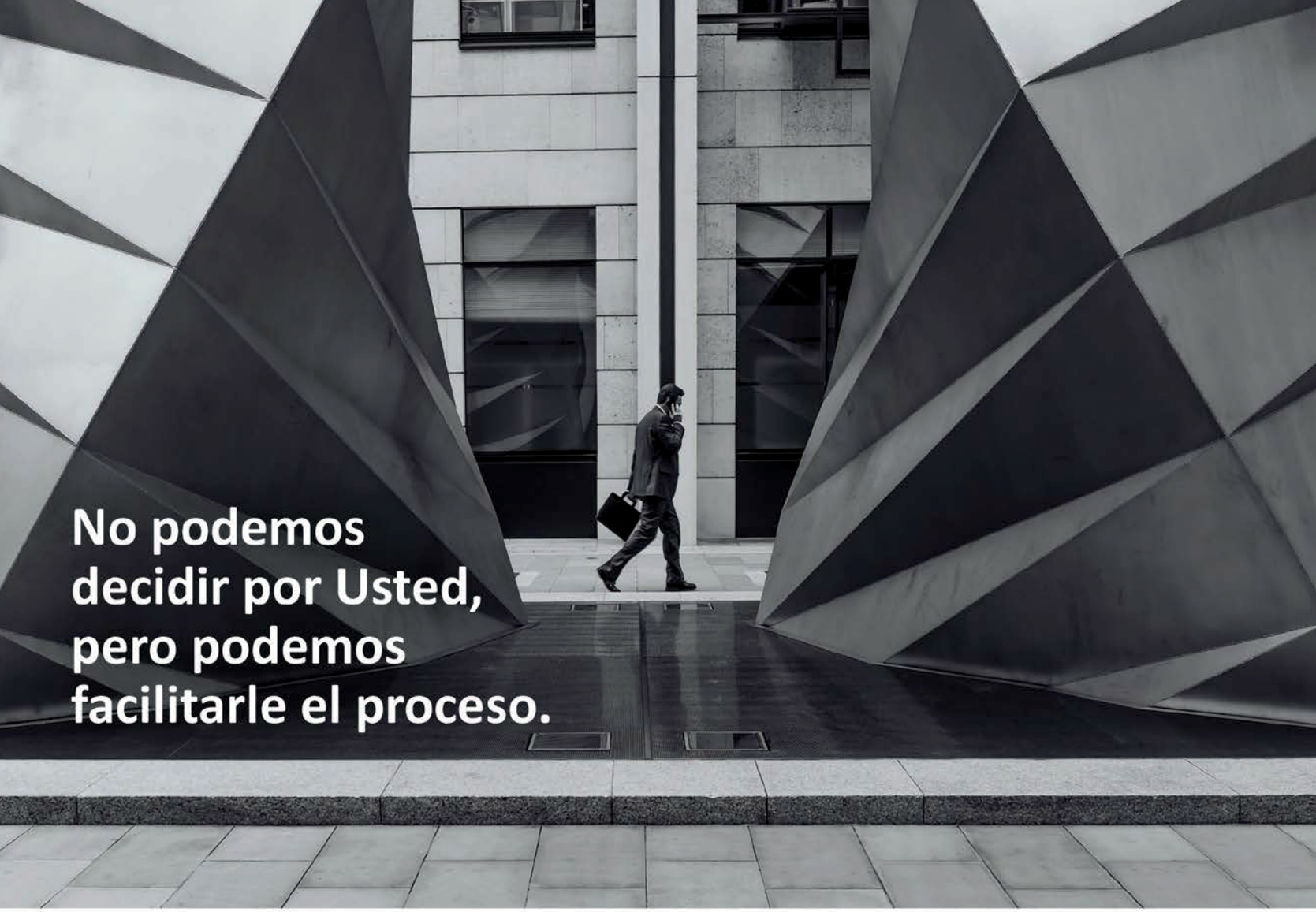
Pablo Valencia

Q-Impact es una división nacida en 2018 fruto del interés de todos los socios de Qualitas por influir de forma positiva en nuestro entorno a través de iniciativas que aúnen retornos financieros y sociales o medioambientales. Aplicamos los mismos criterios de inversión y de gestión de compañías, aportando no sólo capital, sino ayuda estratégica y de gestión en cada inversión. De momento, contamos con un capital ancla provisto por Qualitas de €1,75M, con el objetivo de alcanzar un mínimo de €30M en esta actividad para finales del año próximo.

HOROS ASSET MANAGEMENT

Jose María Concejo Díez

Horos es una gestora independiente formada por un equipo que combina juventud y experiencia. Respaldada por el grupo de Qualitas Equity como socios, Horos ha incorporado un equipo gestor de contrastado prestigio. Javier Ruiz, gestor y Director de Inversiones, Alejandro Martín y Miguel Rodríguez, se han unido a éste como gestores de la compañía. Siguiendo una filosofía "value investing", el equipo gestor ha obtenido numerosos reconocimientos como el Premio CityWire 2017 al mejor equipo gestor de renta variable en España.



Asesoramiento profesional e independiente en la toma de decisiones

FINANCIAL, INDUSTRY & REAL ESTATE CONSULTING

Firma internacional de valoración, asesoramiento y consultoría
en las áreas inmobiliaria, industrial y financiera con
más de 30 años de experiencia en el sector.

VALTECSA

Valoraciones | Estudios de mercado | Dictámenes Periciales
PPA | Due Diligence | Análisis de vidas útiles | Inventarios
Conciliaciones físico-contables | Apoyo en transacciones
Desinversiones Industriales | Memorias económico-financieras

www.valtecsa.com

Regulated by RICS

sacyr una reconversión en cinco años

Sacyr ha realizado un cambio de 180º en los últimos cinco años. La venta de Testa, con la consecuente salida del negocio patrimonialista, ha hecho que la empresa centre sus esfuerzos en sus cuatro negocios fundamentales: concesiones, servicios, construcción e industrial. Sacyr seguirá creciendo orgánicamente y analizará posibles adquisiciones en EE.UU., el mercado que considera más difícil.

La última entrevista que realizamos a Sacyr data de finales de 2013. Ahora, acaban de lanzar nueva identidad corporativa, ¿cómo ha cambiado la compañía en estos cinco años?

Se desarrolló un plan estratégico completamente nuevo 2015-2020, en el que se reordenó y reenfocó la estrategia de la compañía, basándose en tres pilares fundamentales: salir del mundo inmobiliario y del alquiler de edificios, es decir, de Testa; gestionar la participación de Repsol y la deuda asociada, que estaban afectando de una manera relevante a la percepción de riesgo de la compañía; y focalizar la actividad del grupo en las áreas que desarrolla de forma óptima y en las que compite a nivel internacional en construcción, concesiones, servicios y fomentar la creación de una división industrial. En cuanto a las cifras, este año ya hemos llegado a más de €400M de ebitda, importe que rozábamos cuando Testa estaba en el perímetro. Es decir, en dos años hemos recuperado totalmente la aportación de esta compañía a la cuenta de resultados, gracias al crecimiento del resto de las divisiones, fundamentalmente basada en la internacionalización de la compañía.

> "El mercado más difícil es EE.UU. Es la única zona donde estamos potencialmente abiertos a estudiar una adquisición"

La venta de Testa estuvo mucho tiempo gestándose. En un principio, pensaron en una salida a Bolsa, ¿cómo evolucionó la desinversión?

Inicialmente se pensó realizar una salida a Bolsa de un 30% de la compañía y se dieron todos los pasos correspondientes, pero según fuimos avanzando en el proceso vimos mucho apetito por parte de nuevos actores que estaban surgiendo en el mercado. Merlin Properties nos planteó una oferta por el 100% de la compañía a una valoración muy atractiva y decidimos vender. Testa se dedica a promover y construir edificios y, posteriormente, alquilarlos. Sacyr es una compañía de construcción e ingeniería, de manera que consideramos que el área de concesiones nos otorga mucho más valor y también cuenta con flujos recurrentes a largo plazo.

Sacyr vendió la mayor parte de Itínere en 2009 pero mantuvo un 15%. Ahora quieren desinvertir totalmente, ¿no? ¿Podrían plantearse volver a comprar la compañía?

Se trata de una participación minoritaria en unas autopistas maduras en España. Es un activo que no es estratégico, así que buscamos la venta de dicha participación. Preferimos utilizar el importe de la desinversión en nuevos proyectos. El proceso lleva año y medio en marcha pero se ha visto demorado por desacuerdos con el principal ac-

cionista minoritario, Corsair, un fondo que proviene del inversor original que compró Itínere en 2009. En aquel momento, se firmó un pacto de accionistas en el que se le daba el control al principal socio minoritario (no llega al 40%) a cambio de facilitar la salida del resto de accionistas, en un marco temporal. Esta premisa no se ha cumplido y, por tanto, un pacto que nació con vocación temporal no se puede hacer permanente. Los minoritarios quieren vender y los compradores que adquieren la mayoría del capital normalmente quieren tener el control de la sociedad. No nos ha quedado más remedio que acudir a un arbitraje, cuya resolución esperamos para después de verano, con el objetivo de que no aplique el pacto.

Durante los últimos años, Sacyr ha ido aumentando poco a poco el negocio de servicios, antigua Valoriza. ¿Crecerán vía adquisiciones en esta área?

Sacyr Servicios tiene un espectro de negocio bastante grande con su área de residuos, temas medioambientales, depuradoras y desaladoras, servicios a la tercera edad, limpieza de edificios y hospitales, etc. No tenemos pensado crecer vía adquisiciones, sino que lo haremos de forma orgánica, dado que la empresa lleva un track record muy bueno, creciendo a doble dígito cada año. Además, 2017 ha marcado un hito en esta división, con un incremento sustancial en la actividad internacional, con contratos en Chile, México, Uruguay, Paraguay, Colombia y EE.UU. Eso sí, se trata de un crecimiento basado en los países donde ya está implantado el grupo.

¿Están abiertos a la entrada de un socio estratégico?

Siempre estamos abiertos a considerar qué puede favorecer más el incremento de actividad y de valor. Ahora mismo no es algo que tengamos establecido en el plan estratégico, pero no está descartado. Eso sí, no tenemos intención de desprendernos de la división.

El año pasado vendieron el 49% de la autopista chilena La Serena-Vallenar ¿La operación era simplemente una rotación de activos?

Esta transacción forma parte de la estrategia de Sacyr Concesiones, cuyo objetivo es ser adjudicataria de dos o tres proyectos al año y desinvertir en el mismo número de proyectos. El capital que va recuperando de las desinversiones, lo puede aportar en los nuevos proyectos. En los últimos 6 ó 7 años hemos rotado más de 20 activos, no es un tema singular. Solemos tener un compromiso de €120M o €140M de aportaciones de capital al año y, por tanto, tenemos que desinvertir de activos por ese valor. Cuando tenemos participaciones minoritarias en los proyectos, habitualmente vendemos el total de la participación, pero si tenemos el 100%, nos gusta mantener el 51% y gestionar, dando entrada a un socio financiero.

> “El ratio que la compañía quiere seguir bajando es la deuda, que llegó a su máximo histórico en 2008 con €20.000M. Ahora se sitúa en €3.421M, unas 8x”

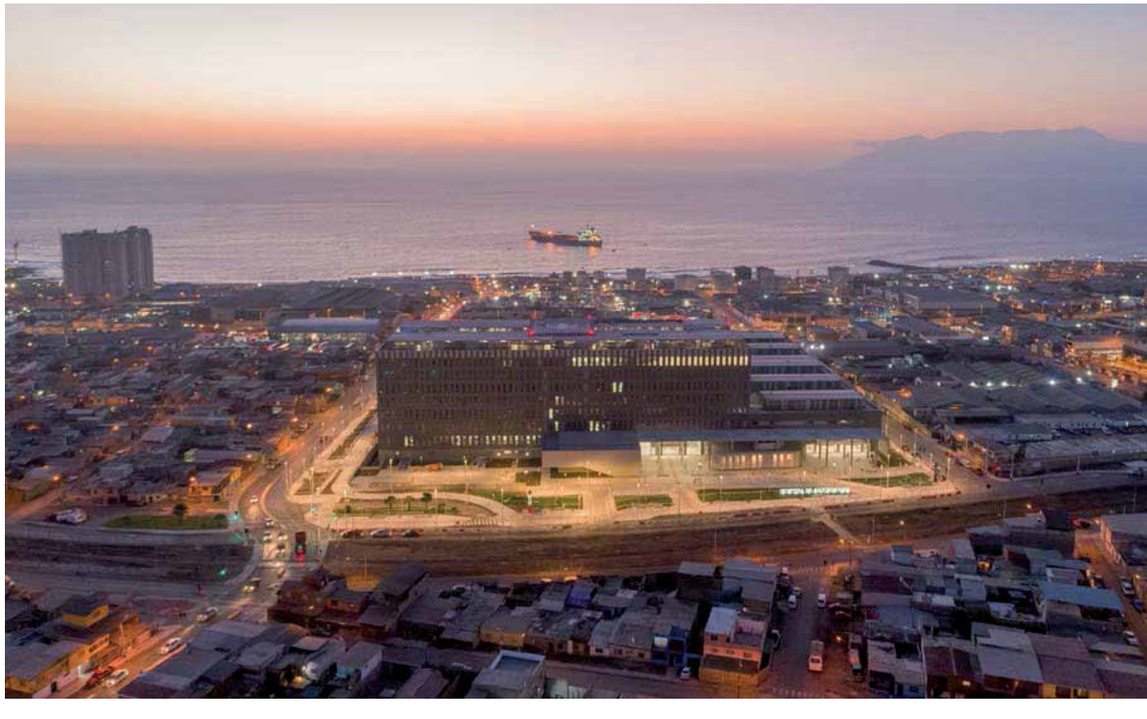
CARLOS MIJANGOS,
Director General Financiero de SACYR

De hecho, recientemente, han entrado en el negocio de concesión de aeropuertos con un contrato de construcción y gestión en Chile, ¿es un país estratégico para la compañía?

Chile es el primer país donde Sacyr inició su internacionalización, lleva operando allí más de 20 años. De hecho, somos una de las constructoras más grandes del país. Hemos hecho inversiones allí por más de $3.000M. Es un país donde vamos a estar siempre presentes.

¿Qué países/geografías están en su punto de mira o son más importantes para el grupo? ¿Podrían entrar en nuevos mercados vía adquisición?

En la actualidad estamos en Italia, España, Portugal, Irlanda y Reino Unido, y en el eje Pacífico, es decir, Chile, Perú, Colombia y México, con proyectos puntuales en países como Brasil, Uruguay o Paraguay. Terminamos el Canal de Panamá hace dos años. Es-



tamos entrando en EE.UU. y Canadá, que es nuestro gran reto estratégico. Y tenemos bastante actividad en Oriente Próximo, en Omán, Qatar, Kuwait y Arabia Saudí, así como en Australia. El mercado más difícil es EE.UU., aunque hemos tenido nuestras dos primeras adjudicaciones recientemente. Es la única región geográfica donde estamos potencialmente abiertos a estudiar una posible adquisición. En esta zona, estamos más focalizados en el mercado de la Costa Sureste. En cuanto al tamaño, habría que ver caso por caso.

También compraron el 50% de Fluor España, ¿por qué esta compañía? ¿Por qué no compraron el 100%? ¿Harán nuevas inversiones en esta área?

Queríamos darle más capacidad de crecimiento al área industrial a través de una adquisición inorgánica. Fluor es una de las principales compañías del mundo en este sector, por lo cual, tener su respaldo para determinados mercados, así como sus referencias, nos pareció la estrategia más adecuada. Por el momento no tenemos pensado realizar un gran esfuerzo inversor en esta área, estamos más focalizados en la división de concesiones.

En general, ¿cómo financian las operaciones y los proyectos?

Analizamos caso por caso y mercado por mercado. Lo normal es utilizar siempre parte de recurso propios y otra parte de apalancamiento. Dependiendo del país, puede haber financiación bancaria local, mercado de bonos locales o emisiones en mercados internacionales si las divisas así lo permiten. En la deuda de la compañía hay que distinguir entre el apalancamiento con recurso del grupo y la deuda sin recurso de proyecto, que supone el 75% de dicho importe aproximadamente. Ésta última suele tener unos ratios altos. Por ejemplo, al terminar la construcción de una concesión tienes un apalancamiento de 10x, pero cuando la concesión va siendo madura baja a 7x, 6x o 5x. La reducción de la deuda es un objetivo principal para Sacyr desde que llegó a su máximo histórico de €20.000M en 2008. Ahora la cifra se situaba a diciembre de 2017 en €3.421M, con un ratio de 8x. Si hacemos una adquisición, podríamos utilizar deuda con o sin recurso. Por ejemplo, si el activo que compras genera flujos suficientes para repagar el préstamo por sí solo, lo puedes estructurar sin recurso, pero si el activo tiene incertidumbre en sus flujos futuros, te suelen obligar a poner alguna parte con recurso. Depende.

Desde el punto de vista de la financiación de proyectos, utilizamos todas las vías posibles, desde el tradicional sindicato bancario al mercado de capitales, desde la fase de construcción a la fase de operación con financiaciones a corto plazo o largo plazo. No tenemos ninguna limitación, depende del activo y del país. En este caso concreto, era una inversión de €2.500M y había que levantar un importe de deuda considerable. Después de analizar el mercado, hemos decidido emitir este bono a 30 años, que ha sido un éxito. Tiene dos tramos, uno a largo plazo de €1.221M y uno a corto plazo, por importe de €350M, que es una deuda junior. Es una estructura bastante novedosa que ha tenido muy buena acogida.

> “Este año ya hemos llegado a €400M de ebitda, la cifra que rozábamos cuando Testa estaba en el perímetro. Es decir, en dos años hemos recuperado totalmente la aportación de esta compañía”

En 2017 han registrado un ebitda de €422,6M, un 17,5% más que el ejercicio anterior, ¿cómo han conseguido aumentar la cifra de esta manera? ¿Algún área crece a menor ritmo?

Reforzando la estrategia en las actividades que el grupo considera que mejor desarrolla y en las que compite a nivel mundial. Hemos sido adjudicatarios de grandes contratos en 2016 y 2017, especialmente en 2016 tuvimos mucho éxito en concesiones y en servicios. Es una tendencia que seguirá este año. El área de construcción no ha crecido en los últimos tres años, sino que ha decrecido un poco. Ha tenido una profunda transformación, tanto en la forma de organizarse, como de acometer los proyectos internacionales. Este año sí se prevé crecimiento para esta área.

Sacyr ha conseguido eliminar algunos riesgos asociados a la participación en Repsol, ¿en qué ha consistido exactamente?

En Repsol teníamos un préstamo sindicado con casi 30 entidades que vencía en enero de 2018. Para evitar todos los riesgos de potenciales refinanciaciones de un importe tan elevado, más de €1.300M, se han realizado tres estructuras de derivados financieros, que nos permiten eliminar el riesgo asociado a la bajada del precio de la acción de Repsol por un determinado nivel. Por debajo de ese nivel, hemos eliminado el riesgo porque tenemos unos derivados que podríamos ejecutar y, por encima, todo es potencial beneficio para el grupo. En la actualidad, la acción está en torno a 17€, así que tenemos unos €600M de plusvalías. Eso nos ha permitido cancelar completamente el préstamo sindicado y esa relación tan directa entre Sacyr y el precio del petróleo/Repsol.

¿Qué objetivos a corto plazo tiene Sacyr?

Seguir focalizándonos en las cuatro áreas de actividad en las que somos capaces de crecer, generar dinero y crear valor, tanto para el accionista como en términos de capital humano de la compañía. Además, nos queremos centrar en las geografías en las que ya estamos trabajando, y creciendo en aquellas donde tenemos poca presencia como EE.UU. o Canadá. Seguir con la reducción de deuda corporativa, aunque la de proyectos se incrementará y, por último, entrar en una política de normalización de dividendos y de reparto al accionista que iniciamos el año pasado y a la que daremos continuidad ahora.

C&C

Audit | Tax | Legal | Advisory

Grant Thornton

Create the future.

Financial Advisory

Fusiones y adquisiciones, asesoramiento en transacciones, valoraciones, asesoramiento en deuda y reestructuraciones financieras, due diligence, forensic, consultoría de negocio, riesgos empresariales, soluciones de procesos, etc.

GrantThornton.es

Grant Thornton | An instinct for growth

EL BALANCE DE HIG CAPITAL EN ESPAÑA:

22 inversiones en 6 años con un enfoque flexible y tranformacional

Versatilidad, flexibilidad, agilidad, presencia local y vocación internacional conforman el ADN de HIG Capital. En su triple vertiente de private equity, private debt y real estate, la gestora toma tanto mayorías como minorías entrando con equity y deuda en empresas del middle market. Un enfoque creativo con el que ha cerrado 22 inversiones desde la apertura de su oficina en Madrid en 2012 -las últimas, Puerto de Indias y Royo Group- y desinversiones recientes como las ventas de Tres60 a Mediapro y de Bodybell a la alemana Douglas.

han sido seis años intensos desde la apertura de la oficina en Madrid a principios de 2012 de la mano de Jaime Bergel…

Sí, el balance es muy positivo. En total, hemos hecho 22 inversiones en España. Sólo en private equity, analizamos entre 200 y 300 oportunidades al año. Empezamos un equipo de tres personas enfocados en capital riesgo en febrero de 2012 y actualmente somos 15 profesionales operando en cuatro áreas de negocio. Durante estos años hemos hecho seis inversiones primarias; cinco add ons para participadas; dos adquisiciones complementarias para compañías del portfolio extranjeras, una toma de control mediante la conversión de deuda en acciones; tres compras de activos inmobiliarios y dos operaciones de financiación estructurada para activos de real estate. Generalmente, por cada inversión primaria que hacemos, realizamos una compra adicional. Una de nuestras estrategias de creación de valor y de crecimiento más características es el build up. Dedicamos mucho tiempo a la cartera.

¿Qué fondos tienen disponibles y cómo prevén cerrar el año en España?

Nos gustaría hacer una inversión primaria, alguna adquisición para las compañías de la cartera y quizá una desinversión. Actualmente, estamos gestionando un fondo de private equity europeo de €825M, del que queda una parte sustancial por invertir y tenemos unos €500M-600M disponibles en los fondos de deuda para Europa. En inmobiliario, disponemos de unos €500M para nuevas inversiones. En realidad, hemos desarrollado el negocio en España a imagen y semejanza de su estructura a nivel global y nuestras oficinas hacen un uso intensivo de nuestro conocimiento local. Por ejemplo, compramos Isla Mágica para una compañía del portfolio en Francia y luego el activo se vendió dentro de un paquete a un fondo. También compramos WPS para una compañía de EE.UU.

¿En qué estrategias de inversión prevén crecer más en España?

El entorno actual de mercado es más favorable para hacer LBOs e inversiones de crecimiento, apoyando a compañías españolas líderes en su sector en su expansión internacional, ya sea orgánicamente como Puerto de Indias, o mediante fusiones y adquisiciones, como Royo Group. Nunca hay una situación de mercado "perfecta". El deal flow actual es de mayor calidad que hace seis años, cuando abrimos nuestra oficina, pero el entorno es más competitivo. De hecho, la primera inversión en España la hicimos con la prima de riesgo en 600 puntos básicos. Fuimos uno de los pocos que apostamos por el país en aquel momento. Ahora España es uno de los países más atractivos para invertir en Europa y eso ha hecho crecer las valoraciones y la competencia.

Cada vez hay más a fondos europeos, especialmente franceses, mirando a España sin oficina local…

Sí, quizá una de las asignaturas pendientes del sector en España es mirar fuera, empezar a invertir en Francia o Italia, no sólo en Portugal. Pero la gran ventaja de HIG es la flexibilidad. El deal flow es más reducido para situaciones especiales y distress, en compañías con tensiones operativas o financieras, pero hay empresas sanas con posiciones accionariales complejas o donde el propietario no quiera dar entrada a un socio mayoritario. El origen de la firma fue el private equity, pero también hacemos crédito, -tanto situaciones especiales (Bayside) como financiación primaria (Whitehorse)- e inmobiliario. Son nuestras cuatro líneas de negocio en toda Europa, en nuestras 6 oficinas. En España, estamos los equipos de private equity e inmobiliario con presencia local, y los equipos de financiación, tanto Bayside, -que ya ha invertido en Bodybell y Núter en España-, como en Whitehorse, operan desde Londres.

Su última inversión ha sido la toma el control del Grupo Puerto de Indias para apoyar su internacionalización ¿Es cierto que compraron cerca del 66% por unos €110M?

Puerto de Indias es un caso de éxito local. Una compañía sevillana creadora de "la ginebra rosa" que vamos a internacionalizar junto a los fundadores, dos empresarios que en sólo cuatro años han creado una gran compañía y que necesitaban un socio financiero para dar el salto internacional. Hemos adquirido dos tercios del

capital pero el importe es confidencial. En la decisión final no sólo pesó la valoración, sino el proyecto de crecimiento. Los fundadores querían separar patrimonio familiar y empresarial y aprovechar su gran potencial de crecimiento internacional. El objetivo es duplicar el tamaño de la compañía y hacerla crecer en Reino Unido, EE.UU. y México. No descartamos adquirir algún producto complementario a medio plazo, pero el desarrollo de la marca y de la red de distribución en esos países, empezando por Reino Unido, será sobre todo crecimiento orgánico.

El año pasado tomaron el control de la valenciana Royo Group ¿El objetivo es ser el líder del mueble de baño en Europa?

La inversión en Royo Group se empezó a trabajar en 2014, a partir de una tesis de inversión de consolidación del sector de materiales para el baño a nivel europeo. Tuvimos la suerte de encontrar muy rápidamente la empresa y el equipo gestor adecuado y desde el principio hubo muy buen entendimiento entre ambas partes. Nuestro objetivo es crear el líder en la fabricación de mueble de baño a nivel europeo y diversificar a otras categorías de producto, como el plato de ducha, a través de la adquisición de Fiora en enero de 2018. La familia Royo continua como socia con un porcentaje significativo del capital y el equipo gestor sigue siendo mayoritariamente el mismo, pero desde nuestra inversión en diciembre de 2016 hemos duplicado el ebitda y, actualmente, estamos en procesos avanzados para la adquisición de otras compañías fuera de España.

Acaban de cerrar la venta de Tres60 a Mediapro y de The Beauty Bell Chain (Bodybell) a Douglas, ¿cómo valoran ambos exits?

Son dos compañías líderes en sus mercados vendidas en procesos competitivos. El éxito de ambas operaciones es que ambas empresas no podrían haber sido adquiridas por industriales si no hubiésemos estado antes en el capital. Es decir, si no hubiésemos aportado los recursos financieros ni hubiésemos realizado las reestructuraciones operativas e industriales necesarias. Cuando invertimos en ellas, había elementos que lo impedían. Sin entrar en grandes detalles, en el caso de Bodybell era necesaria una reestructuración total de balance. Los acreedores financieros tomaron el control del capital. Tres60, por su parte, es un claro ejemplo de un carve out muy complejo que suponía un reto al igual que la reorganización de la compañía. Ambos exits prueban que en España hay activos buenos que necesitan un inversor que les ayude a emprender las mejoras necesarias para poder ser adquiridos y despertar el apetito de un industrial.

> “Estamos analizando cómo atacar operaciones de un mayor tamaño pero con un perfil rentabilidad-riesgo más conservador. Pronto daremos algún paso en este sentido”

LEOPOLDO REAÑO, Principal H.I.G. CAPITAL

Las negociaciones de ambas desinversiones han sido largas, ¿por qué?

En general, los procesos cuestan porque las exigencias de información y de confort de los inversores siguen muy altas. Hemos comentado que las valoraciones en España han subido, pero tampoco han bajado las exigencias de los inversores para estar tranquilos y adquirir activos. Y, por otro lado, hay mayor visibilidad de resultados: los vendedores en 2014 o 2015 querían cerrar rápidamente los procesos, había cierta prisa, mientras que, ahora, trimestre a trimestre, los resultados empresariales van mejorando. Es decir, también puede haber cierto arbitraje de valoraciones al esperar unos meses más.

Como inversor global, España compite en rentabilidad con otros países, ¿los retornos aquí se están ajustando?

La situación actual de apalancamientos y valoraciones al alza suele conducir a retornos menos agresivos, pero nosotros somos muy disciplinados en nuestros requerimientos de rentabilidad. No renunciamos a nuestras expectativas porque cambie el contexto de mercado. En cada una de las líneas de negocio nuestras exigencias de retorno son superiores a la media y, esa disciplina en retornos, nos lleva a no poder pagar el mejor precio en subastas. Sin embargo, en el actual entorno de mercado, muy competitivo e intermediado, seguimos encontrando operaciones propietarias como Puerto de Indias o Fiora, compañías líderes de crecimiento muy rápido y que están fuera del circuito tradicional de Madrid y Barcelona. Impursa, Sistemas e Imagen Publicitaria o Centros Único, la cadena de depilación y medicina estética, también son buenos ejemplos de esto.

Son un partner muy versátil pero, ¿qué ebitda tienen sus potenciales targets?

En España empezamos a analizar

compañías a partir de €6M ó €7M de ebitda. En general, en todas las estrategias es muy difícil que invirtamos menos de €10M por deal, pero nuestro rango ideal en private equity abarca entre €20M y €50M, con capacidad de subir a tickets de €100M y €150M con nuestros propios fondos. Si hay una oportunidad interesante cuyo tamaño exceda esta cifra, tenemos la capacidad de coinvertir con nuestros propios fondos de equity americanos, por lo que no necesitamos hacer coinversiones directas con LPs. De hecho, estamos analizando cómo atacar operaciones de un mayor tamaño pero con un perfil rentabilidad-riesgo más conservador, y es posible que pronto demos algún paso en este sentido. En cuanto al uso de deuda, el ratio de apalancamiento es muy variable: hemos hecho deals casi sin deuda y operaciones muy apalancadas.

Hacen mayorías y minorías entrando en las compañías tanto con deuda como con capital…

Sí, podemos hacer minorías en forma de deuda junior con Whitehorse, -préstamos participativos y convertibles, mezzanine, acciones preferentes- y también con los fondos de private equity, dependiendo del apalancamiento de cada compañía y de los derechos que tengamos. Por eso, a la hora de presentarnos al empresario, en las primeras conversaciones somos muy abiertos. Podemos abordar la situación de una forma mucho más amplia que los fondos tradicionales. La empresa española está asistiendo a un relevo generacional importante, y eso se traduce en una mayor receptividad. Durante la crisis, muchos empresarios han visto que el tamaño es fundamental. Es mucho mejor tener una participación más pequeña en una gran empresa que seguir siendo el socio mayoritario de una pequeña compañía. Separar el patrimonio familiar y diversificarse geográficamente también es crucial para estar mejor preparado ante la siguiente crisis.

En 2014, compraron Café & Té y Panaria para posteriormente fusionarlas y crear el líder del sector en España, ¿cómo macha el proyecto de build up? Se comenta que la compañía está en venta por unos €100M…

Compañía del Trópico fue una adquisición simultánea, compramos Café & Té y Panaria el mismo día. Pusimos al CEO de Panaria al frente del proyecto para liderar la integración y, después, hemos adquirido Uvepan y acabamos de llegar a un acuerdo con Estado Puro para incluirlo en el portfolio. Nos hemos hecho con la mayoría del capital de la sociedad que gestiona el conocido restaurante madrileño, fundado por Paco Roncero. En realidad, son cuatro operaciones. Actualmente, el grupo cuenta con las marcas Café & Té, Café & Tapas, Panaria, Charlotte, Uvepan, Atlántico y la citada Estado Puro. La compañía incluye ya más 230 establecimientos por toda España, con un reparto aproximado del 50% franquiciados y el otro 50% propios. La facturación ha crecido de €40M a €60M y el reto es seguir creciendo. Es un activo en el que llevamos cuatro años pero que sigue teniendo un gran potencial de crecimiento y desarrollo. De hecho, las dos últimas adquisiciones las hemos realizado en 2017 y 2018. Al igual que Centros Único, Compañía del Trópico y Exterior Plus, participadas en en las que también hemos estado muy involucrados.

Y, ya para terminar, ¿cuál es su estrategia de inversión en el sector inmobiliario en España?

Al igual que en el resto de estrategias de inversión, en real estate buscamos activos fuera del universo de las oportunidades estándar. Aquellas que, ya sea por su tamaño o por su complejidad, no atraen a los jugadores tradicionales. Hemos cerrado con éxito y completado la venta de Parque Ceuta a un grupo de inversores financieros, generando valor y transformando los activos con una gestión activa de los inmuebles en un breve periodo de tiempo. Actualmente, en nuestra cartera en España tenemos el centro comercial Plaza Éboli en Madrid, Valle Romano -un complejo de apartamentos turísticos en Estepona- y los inmuebles de Sareb incluidos en la cartera Bull, de donde hemos desinvertido también de algunos activos.

C&C

ÚLTIMAS OPERACIONES HIG CAPITAL

AÑO	TIPO OPERACIÓN	EMPRESA	COMPRADOR	VENDEDOR	% ADQUIRIDO / % VENDIDO	DEAL VALUE €M
2018	MBO	Grupo Puerto de Indias	HIG Capital	Familia fundadora	cerca del 66%	110
2018	Build Up	Fiora Bath	Royo Group	Socios Fundadores	100%	Conf.
2018	Build Up	Estado Puro Gastronomía	Compañía del Trópico	Paco Roncero	cerca del 50%	Conf.
2017	Expansión	Royo Group	HIG Capital	Familia fundadora	minoría significativa	Conf.
2017	Desinversión	Tres60	Mediapro	HIG Capital	100%	Conf.
2017	Desinversión	The Beauty Bell Chain (Bodybell)	Douglas	HIG Capital	100%	c.70

Fuente: Capital & Corporate

ASÍ SE GESTAN LAS GRANDES ALIANZAS DEL SECTOR INMOBILARIO

➜ Las joint ventures entre equipos locales y fondos internacionales con recursos para invertir en España se remontan al año 2013. Desde entonces, el mercado español ha asistido a un aluvión de alianzas. Matrimonios de conveniencia centrados en la promoción, con expectativas de retornos de doble dígito en tres o cinco años y ratios de apalancamiento elevados.

Julián Labarra, Director Nacional Corporate Finance CBRE España

Fueron pioneros gestando las primeras joint ventures hace cuatro años ¿Cómo recuerda los inicios? ¿Les costó sacar adelante aquellas primeras alianzas?

Las primeras joint ventures nacieron en 2013 promovidas por inversores internacionales buscando socios locales con un track record consolidado y proyectos en cartera. Un año después, ya participamos en la joint venture entre GMP y GIC, que supuso un hito. Después, el fenómeno evolucionó hacia inversores de private equity buscando retornos elevados en proyectos de promoción de alto valor añadido. Desde entonces, se han realizado muchas operaciones en España. Nosotros trabajamos al lado del promotor local, ayudándole a buscar capital, estructurar la joint venture y definir su estrategia, dependiendo de su track record y de si existe una cartera de activos que poner en valor. En los inicios, era mucho más complicado sacar adelante los proyectos. Uno de nuestros valores diferenciales ha sido servir de "traductores" del trabajo de los promotores y de las exigencias de ejecución y reporting del inversor institucional.

¿Qué volumen mueven estas operaciones en España? Aunque parece un mercado en la sombra, Renta Corporación y Kennedy Wilson hablaban de invertir más de €1.000M…

Efectivamente, es difícil de cuantificar, porque muchas operaciones no llegan a hacerse públicas. El año pasado asesoramos a la promotora Elix, que junto a KKR y Altamar ha creado una Socimi para comprar edificios y reformarlos; en el sector logístico hicimos la joint venture entre Montepino y CBRE Global Investors Partners, y asesoramos a Momentum en su alianza con Aquila. Nuestro enfoque es el middle market en "joint ventures programáticas", es decir, con un programa de inversión establecido y sin desembolsos iniciales muy elevados. El fondo se compromete a apostar por una estrategia y un business plan creíbles. Hay mucho equity disponible, pero también cierto desequilibrio entre oferta y demanda. El deal flow del mercado nacional es el que es y las expectativas de TIR rondan el 15% en tres o cinco años con apalancamientos altos. En promoción, el ratio equity-deuda suele rondar el 40%-60%.

¿Por qué ha encajado tan bien esta fórmula en España? Muchas de estas joint ventures han sido gérmenes de Socimis…

Su encaje tiene mucho que ver con cómo se ha reposicionado la figura del promotor residencial tras la crisis. Muchos fueron gestores de cooperativas, acostumbrados a gestionar capital de terceros. Tenían el conocimiento necesario y el acceso a suelo. En joint ventures de promoción residencial para venta quizá no tiene sentido crear una Socimi, pero en sectores alternativos como el logístico sí, porque lo que crea producto en rentabilidad. La asociación inicial ayuda a desarrollar el producto rápidamente y, cuando empieza a generar rentas, el inversor desinvierte, y esa rotación se puede hacer a través de una Socimi.

¿Qué mandatos tienen este año? ¿El mercado seguirá creciendo a este ritmo?

Estamos creando un vehículo de unos €150M de equity con un promotor logístico español que busca un socio para crecer; también estamos con Prygesa, del grupo Pryconsa, uno de los grandes promotores residenciales en España, para crear otro vehículo de €150M de equity para vivienda en alquiler y, dentro del segmento de residencias de estudiantes, estamos creando otro de €100M. Hemos visto grandes operaciones como la de Blackstone con Popular y Cerberus con Anida, pero la sensación general es que cada fondo ha hecho ya su partnership, van quedando menos inversores sin socio local. Donde sigue habiendo mercado para los inversores es en la promoción de viviendas en alquiler, porque hay una demanda insatisfecha clarísima en España.

¿Quiénes serán los grandes ganadores de estas joint ventures? ¿De qué dependerá su éxito final?

A partir de 2020, las joint ventures que hayan logrado crecer con una clara estrategia de inversión absorberán al resto. Lo más probable es que se produzca un movimiento de consolidación. El inversor tendrá que salir con los retornos esperados y el gestor se quedará gestionando la plataforma, pero eso todavía no ha pasado. Es verdad que habido mucho éxito en la captación de capital y que las joint ventures están muy activas invirtiendo, pero la duda es si el ciclo acompañará para que los inversores roten y salgan con éxito.

> "Ha habido mucho éxito en la captación de capital y las joint ventures están muy activas. La duda es si el ciclo acompañará para que los fondos desinviertan con éxito"

➜ Artá Capital ha logrado cerrar su segundo fondo alcanzando el tamaño objetivo de €400M. El nuevo vehículo ya ha realizado cuatro operaciones en el mid-market ibérico -Gascán, Alvinesa, Satlink y Monbake- y, tras un primer año muy positivo, intentará mantener su buen ritmo inversor en 2018. De todo el capital comprometido, algo menos de la mitad procede de Grupo March. Con Artá Capital Fund II, la gestora española ha flexibilizado su estrategia de inversión y ha abierto su base a nuevos inversores institucionales.

ARTÁ CAPITAL alcanza el *hard cap* de €400M con su segundo fondo

¿Cómo se ha desarrollado el fundraising? Ha sido un éxito...

Sí, el proceso ha ido muy bien y el fondo se ha cerrado en el hardcap. De todo el capital comprometido en Artá Capital Fund II, algo menos de la mitad procede de Grupo March a través de Corporación Financiera Alba. El resto, se divide entre family offices y empresarios, muchos de ellos inversores del primer fondo que buscan diversificar su patrimonio, así como inversores institucionales, nacionales e internacionales, como aseguradoras y fondos de pensiones. Entre ellos, destaca uno de los mayores fondos de pensiones de Canadá con un compromiso muy relevante.

A diferencia del primer fondo, harán tanto buyouts como growth capital...

Así es, tenemos una estrategia de inversión flexible que nos permite llevar a cabo una gran variedad de operaciones como buyouts, capital desarrollo, reemplazo de accionistas, build ups, MBOs, etc., adaptándonos a las etapas de desarrollo y a las necesidades de cada empresa y sus accionistas. Prueba de ello son las cuatro inversiones realizadas, muy distintas. Nuestra primera operación en Portugal, Gascán, es un LBO; en Alvinesa hemos adquirido una participación minoritaria, en Satlink hemos tomado la mayoría del capital permaneciendo el fundador y gestor como socios con una participación importante y, por último, en MonBake nos hemos incorporado al proyecto como socio minoritario acompañando a un fondo internacional de private equity que ha realizado un LBO en Berlys y Bellsolá.

¿Qué otras novedades han introducido respecto al fondo anterior?

La principal diferencia, además de flexibilizar en mayor medida nuestra estrategia de inversión, ha sido la duración del fondo. El primer vehículo tenía una estructura a más largo plazo al ser un fondo enfocado en minorías y, en este nuevo vehículo, tenemos una estructura estándar de 5+5 años para poder acomodarnos mejor a los requisitos de los inversores institucionales.

¿Cómo están viendo el deal flow en el mid-market ibérico? ¿Es abundante y de calidad?

El middle market en España se encuentra en un buen momento con un elevado número de operaciones. En España, en términos generales, las compañías han llevado a cabo durante los últimos años fuertes esfuerzos para ser más competitivas en costes y para impulsar la internacionalización de sus negocios, lo que, a día de hoy, está dando sus frutos con una sólida evolución y excelentes perspectivas de futuro.

¿Cuántas operaciones esperan cerrar este año? ¿Prevén mantener el ritmo de inversión?

El primer año del fondo ha sido muy bueno, hemos logrado llevar a cabo cuatro nuevas inversiones que representan el 30% del compromiso del fondo. Nuestro objetivo para este año es intentar mantener este buen ritmo inversor.

Los múltiplos se han disparado en los últimos años...

Efectivamente, si algo caracteriza el momento actual de mercado es la presión al alza en las valoraciones aunque, también hay que destacar que la evolución reciente y las perspectivas de las compañías son buenas y muy distintas a las de los últimos años. Los precios en España aún no están al nivel de otros países europeos ni de EE.UU., pero sí se han encarecido y es muy importante que mantengamos la prudencia en las valoraciones y en los niveles de apalancamiento.

¿Cuál son los criterios de inversión del segundo fondo?

Nuestro enfoque son compañías con un rango de valor empresarial de €70M a €300M, y que requieran una inversión de entre €25M y €75M, siempre adaptándonos a las necesidades de cada operación. Podemos acometer inversiones de mayor tamaño a través de la co-inversión, dado el interés y la capacidad de algunos de nuestros LPs para invertir en directo. Nuestro foco de inversión son compañías líderes en su segmento de mercado, con ventajas competitivas diferenciales, generadoras de caja y con claras oportunidades de crecimiento nacional e internacional, tanto orgánica como inorgánicamente. En el primer fondo hicimos 13 add-ons desde nuestras 8 participadas y creemos que ésta es una excelente fuente de creación de valor para nuestra cartera. Tenemos un enfoque multisectorial porque, lamentablemente, el tamaño de la economía ibérica no permite una mayor especialización, aunque siempre nos apoyamos en expertos sectoriales y/o socios con experiencia sectorial tanto en la due diligence, como en las fases de inversión y seguimiento de las participadas.

Su primera inversión en Portugal ha sido Gascan, especializada en gas propano, ¿en qué consiste su plan de expansión y crecimiento?

Gascán nos pareció una excelente oportunidad de inversión por ser la

En la imagen, de izda. a dcha, Jaime Alba (Socio), Ramón Carné (Socio Director), Nicolás Jiménez-Ugarte (Socio Director) y Juan Ibáñez (Socio)

> “Podemos realizar buyouts, capital desarrollo, reemplazo de accionistas, build ups, MBOs, etc., adaptándonos a las etapas de desarrollo y a las necesidades de cada compañía y de sus accionistas”

compañía líder en la distribución de gas propano canalizado en Portugal. Con cerca de 65.000 clientes, opera en un sector con una demanda estable vinculada a un consumo doméstico básico (gas para cocina, agua sanitaria y calefacción) y con barreras de entrada ligadas a la propiedad de la infraestructura de distribución. Actualmente, Gascán tiene más de 700km de red desplegada por todo el país. Por su rentabilidad, visibilidad y generación de caja es un activo ideal para una operación apalancada, y tiene un modelo de negocio muy resistente, como prueba su crecimiento durante la crisis. Además, con el nuevo equipo gestor que hemos incorporado, vemos posibilidades de crecimiento vía consolidación del sector. Al ser uno de los líderes de su mercado, Gascán es una buena plataforma para integrar a pequeños y medianos operadores del mercado, obteniendo además sinergias.

En Alvinesa, especializada en subproductos generados por la industria del vino, han entrado como minoritarios ¿Por qué les resulta atractiva?

Alvinesa es una compañía con una excelente evolución y un gran empresario al frente que se ha convertido en líder mundial en su nicho de mercado. Además, aúna dos tendencias actuales de mercado muy relevantes y atractivas. Por un lado, el mundo de los ingredientes naturales, en el que es uno de los líderes mundiales en la obtención de derivados de la uva para la industria de la alimentación y bebidas, cosmética y nutraceútica. Y, por otro, Alvinesa permite que la industria del vino sea plenamente circular, ya que la base de la materia prima son los subproductos generados por la propia industria (principalmente uvas prensadas, lías y vino de destilación) que, posteriormente, son convertidos en productos de valor añadido. La escala, instalaciones y altas barreras de entrada son claves para ser competitivos en este negocio y Alvinesa cuenta con una de las instalaciones más modernas y eficientes a nivel mundial. El fuerte crecimiento de la compañía gira sobre estos principios. En primer lugar, seguir incrementando volumen y consolidando el sector y, por otro, desarrollar nuevos productos de alto valor añadido, en especial en el mundo de los antioxidantes y colorantes naturales.

¿Cuál es la tesis de inversión en Satlink? ¿En qué consiste su plan de expansión internacional?

Satlink es líder mundial y un referente tecnológico en el nicho de mercado de equipamiento y comunicaciones por satélite para el sector de la pesca. La compañía ha tenido una trayectoria de fuerte crecimiento. Nos hemos asociado con su socio fundador y el impulsor de la compañía para apoyar y ayudar en la internacionalización. Existen oportunidades de crecimiento para Satlink en su negocio principal en mercados internacionales, tanto en Asia como en Europa y América. También esperamos aprovechar el continuo crecimiento de la demanda de comunicación satélite en el sector marítimo y desarrollar productos de gran futuro, como la certificación medioambiental de la pesca a través de medios digitales.

El 2017 ha sido un gran año de desinversiones como la venta a Banco Sabadell del 26,3% de Flex con más de 3x de retorno...

Sin duda, Flex ha sido una magnífica operación con unos excelentes socios y equipo gestor. Desde nuestra entrada en 2011, implementamos con éxito la expansión internacional del grupo, con un rápido desarrollo en EE.UU., Europa continental y Asia de su marca británica Vi-Spring en el segmento premium.

Además, se llevó a cabo la adquisición de una empresa estadounidense, Kluft, líder en el segmento de marcas premium en la costa oeste de EE.UU., y muy complementaria a Vi-Spring y que ha tenido una excelente evolución. En conjunto, ambas marcas se han convertido en un referente en el segmento de lujo de colchones a nivel mundial. Gracias a este ambicioso desarrollo internacional, ayudado por un esfuerzo importante de mejora del negocio en Iberia, la empresa incrementó su volumen de negocio y rentabilidad llegando a más que doblar su beneficio operativo, lo que nos permitió maximizar el valor de salida.

La venta de Resa-EnCampus ha sido una de las más pujas más reñidas, ganada por un consorcio liderado por AXA, CBRE y Greystar Real Estate Partners, ¿el proceso fue rápido?

El proyecto Resa-EnCampus ha sido un build-up muy exitoso en un sector muy fragmentado y en el que hemos contado con un gran equipo gestor y con un socio con experiencia en el sector como Azora Capital. Logramos crear el líder del sector en España con 36 residencias y unas 9.200 plazas, habiendo desarrollado 11 residencias (c.2.500 plazas) desde cero o vía reformas integrales de activos. En ese sentido, cuando decidimos vender, nos decantamos por un proceso competitivo, ya que habíamos recibido muchas muestras de interés por el activo por parte de fondos inmobiliarios y de infraestructuras e inversores institucionales interesados en activos con yield y buen perfil de riesgo/rentabilidad. Esto propició que el proceso de venta fuera efectivamente muy competido con más de 10 ofertas en primera ronda, en el que finalmente resultó adjudicatario un consorcio, con visión a largo plazo y que valoró la capacidad de crecimiento del activo, lo que nos permitió obtener un excelente retorno de c.3x en 4 años.

¿Cuál es la tesis de inversión para Artá en Berlys-Bellsolá? Ardian ha comprado las dos compañías para fusionarlas en Grupo Monbake.

Efectivamente, la operación, diseñada por Ardian, ha consistido en la compra simultánea de ambas empresas para crear el grupo. Artá ha entrado con una participación minoritaria en la nueva compañía, MonBake, que supone la creación de uno de los mayores productores y comercializadores de panadería, bollería y pastelería congelada en España. Para nosotros, ha sido una operación interesante desde el inicio, porque consideramos que existe un potencial de sinergias muy significativo con la combinación de ambas compañías gracias a su complementariedad geográfica, de clientes, productos e instalaciones productivas. Asimismo, se trata de una operación apalancada que permite aprovechar la alta generación de caja del grupo así como la estabilidad del negocio, más que demostrada durante los últimos años. Otro factor determinante para nosotros ha sido el conocimiento que teníamos de la compañía ya que Berlys -una inversión muy exitosa para nuestro primer fondo- representa más del 85% de la entidad combinada. Esperamos poder apalancarnos en este know how para contribuir al desarrollo de MonBake durante los próximos años.

¿Qué retos principales tiene la industria del private equity por delante?

El año 2017 ha sido un ejercicio muy positivo para el private equity en España, con buenos niveles de actividad en todas sus variables: inversión, desinversión y captación de fondos. El reto en este contexto es tener una estrategia diferenciada que permita acceder a buenas operaciones más allá de los procesos competitivos, identificando de forma temprana buenas compañías en las que invertir. Dejando al margen factores exógenos o riesgos políticos que puedan llegar a afectar a la actividad, las perspectivas e indicadores para este 2018 son, desde luego, positivos y permiten aventurar también un buen cierre del ejercicio.

C&C

ÚLTIMAS OPERACIONES ARTÁ CAPITAL

AÑO	TIPO OPERACIÓN	EMPRESA	COMPRADOR	VENDEDOR	% ADQUIRIDO	DEAL VALUE €M
2018	Inversión	Grupo Monbake (Fusión de Berlys y Bellsolá)	Ardian Buyout Artá Capital (Fund II) Alantra Private Equity Landon Investments		p.minoritaria	c.600
2018	Desinversión	Berlys	Ardian Buyout	Artá Capital (Fund I) Alantra Private Equity	100%	c.400
2017	Desinversión	Residencias de Estudiantes (RESA)	AXA IM-Real Assets CBRE Global Investment Partners Greystar Real Estate Partners	Artá Capital (Fund I) Grupo Azora March Campus Mutua Madrileña	100%	c. 400
2017	MBO	Satlink	Artá Capital (Fund II)	Uno de los socios fundadores	60%	Conf.
2017	Expansión	Alvinesa	Artá Capital (Fund II)		36%	Conf.
2017	Desinversión	Flex Equipos de Descanso	Aurica Capital Desarrollo Familia Beteré	Artá Capital (Fund I)	26%	c.80
2017	MBO	Gascán	Artá Capital (Fund II) Carlos Moreira Da Silva	Explorer Investments	100%	70

Fuente: Capital & Corporate

2018, el año del M&A

No sorprende que estos primeros meses del año hayan batido records en número de operaciones anunciadas a nivel mundial, alcanzando los mayores niveles desde 1980. Las fusiones y adquisiciones globales han aumentado un 38% respecto al año anterior. Es el comienzo de año más fuerte desde el 2000.

SILVIA FERRER GARCÍA. Investment Banking Specialist Iberia de THOMSON REUTERS

¿Cómo se ha comportado la actividad de M&A durante el primer trimestre de 2018?

Para entender el primer trimestre del 2018 tenemos que empezar recordando cómo el año pasado terminó con una recuperación estable y creciente de la actividad de M&A. Por tanto, no es sorprendente que en estos primeros meses se hayan batido records en número de operaciones anunciadas, alcanzando los mayores niveles desde 1980. Si analizamos en profundidad esta tendencia vemos que, en gran medida, se debe a las mega-transacciones a nivel mundial, que marcan un nuevo máximo histórico con 49 operaciones anunciadas mayores de $5.000M.

¿Qué sectores han estado más activos en este comienzo de año?

Hemos podido ver cómo el sector energético ha doblado su actividad en comparación con el mismo periodo del año anterior. Destacan también el sector industrial, sanitario y consumo, que en este primer comienzo de año acaparan la mitad del total de operaciones.

¿Y los fees globales? ¿Crecen o disminuyen?

A nivel mundial, en este primer trimestre, los fees, no solo en M&A, sino en toda la banca de inversión, han sufrido un descenso de dos dígitos. Éste ha sido mayor en las operaciones de fusiones y adquisiciones, donde se aprecia una disminución del 18% interanual, consecuencia del aumento de boutiques en el mercado que introducen mayor competencia. Sin embargo, los grandes bancos de inversión estadounidenses vuelven a liderar las tablas de advisors con Morgan Stanley, JP Morgan y Goldmans Sachs en el podio.

En España estamos viendo un alza generalizada de múltiplos, ¿también a nivel mundial?

El múltiplo de ebitda, a nivel mundial, se encuentra alrededor de 15.3x, impulsado principalmente por las transacciones de los sectores de salud y consumo, y espoleados, además, por una política de tipo de interés bajos en Europa. Sin embargo, EE.UU. ha sufrido un descenso en los múltiplos de las transacciones, pasando de 17.9x ebitda a 13.3x (8 de los 11 sectores han disminuido los múltiplos en este primer trimestre) en comparación con Europa, que aumenta 1 punto pasando de 12.0x a 13.2x.

> “En el primer trimestre, los fees, no solo en M&A, sino en toda la banca de inversión mundial, han sufrido un descenso de dos dígitos”

¿En qué regiones ha crecido más la actividad de M&A?

Hasta ahora, las fusiones y adquisiciones globales han aumentado un 38% respecto al año anterior, siendo el comienzo de año más fuerte desde el 2000. América tiene un pipeline sano de transacciones anunciadas para 2018 y se esperan grandes deals en el sector de salud, destacando, sobre todas, la adquisición de Cigna a Express Scripts. Por primera vez desde 2008, Europa supera a EE.UU., representando un 39% de la actividad mundial, su nivel más alto en 12 años. Aunque el pipeline es muy bueno para este ejercicio, a nivel de transacciones completadas ha habido un descenso de un 15,4% en volumen y de alrededor del 17% en número. En España destaca la compra de Abertis, la mayor operación desde la adquisición de Endesa por la italiana Enel hace más de diez años. Las ofertas en Asia Pacífico registraron un repunte de 17% en comparación con el año pasado. Los acuerdos de medios, comercio minorista, tecnología y telecomunicaciones han visto incrementos porcentuales de tres dígitos con respecto a los niveles de 2017. En este sentido cabe destacar la compra de una participación de Daimler AG por valor de $8.900M por Tenaciou3 Prospect Invest, una unidad de Zhejiang Geely Holding. Contrariamente a las tendencias alcistas en EE.UU., Europa y Japón, los mercados emergentes han mostrado una tendencia decreciente.

Mucho se tendrían que torcer las cosas para que éste no sea un año extraordinario, ¿no? ¿Cómo se presenta el cierre del ejercicio?

Siempre hay que manejar bien las expectativas. En principio, los buenos resultados empresariales anunciados en este primer trimestre, el ciclo económico expansivo y la reforma fiscal en EE.UU. hacen prever un cierre del cierre del ejercicio positivo. Y, por otra parte, la correlación entre los mercados y el mundo del M&A muestra una tendencia al alza para los próximos meses.

Thomson Reuters tiene una presencia consolidada en España, con un amplio portfolio de herramientas y contenidos, ¿cuáles son sus próximos retos en nuestro país?

Llevamos años trabajando mano a mano con todos los grandes bancos de inversión a nivel mundial. En cualquier operación de M&A, el acceso a información fiable, rápida y de calidad supone una gran ventaja competitiva para tomar decisiones. La reactivación del sector y el crecimiento de las boutiques en nuestro país, junto a la transformación digital y el cambio en el “go-to-market” están generando una mayor demanda de soluciones tecnológicas. Este entorno de mercado supone una gran oportunidad para nosotros. En los últimos años hemos invertido constantemente en el desarrollo de soluciones para acercar y facilitar la información a nuestros clientes, permitiendo monitorizar los mercados, acceder a “research”, realizar análisis de transacciones e identificar nuevas oportunidades, siempre contando con la experiencia que nos precede en el sector. Más información en http://dmi.thomsonreuters.com/

C&C

Las SOCIMIs siguen marcando el ritmo de la inversión inmobiliaria en España. Tras cinco años de actividad, el mercado se ha desarrollado hasta equipararse a sus homólogos europeos, pero aún tiene mucho recorrido por delante. El interesante pipeline de salidas a Bolsa de cara a los próximos meses atraerá el interés de nuevos inversores, pero será el proceso de concentración que exige el mercado el responsable de los deals más atractivos. La compra de Axiare por Colonial ha iniciado la carrera por ganar tamaño.

SOCIMIs

La consolidación ya ha comenzado

DAVID CALZADA,
Socio de Auditoría y experto en SOCIMIs de GRANT THORNTON

LAS SOCIMIS HAN SIDO LAS GRANDES PROTAGONISTAS DE LA INVERSIÓN EN EL SECTOR INMOBILIARIO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS. EL MERCADO MADURA AL CALOR DE UN MÁS QUE PROBABLE PROCESO DE CONCENTRACIÓN QUE DARÁ LUGAR A VEHÍCULOS MÁS GRANDES Y ESPECIALIZADOS, MIENTRAS LAS SOCIMIS MÁS RECIENTES PREPARAN SU FUTURA SALIDA A BOLSA.

LAS SOCIMIS SOLO LLEVAN UNOS AÑOS FUNCIONANDO EN ESPAÑA, ¿SE TRATA YA DE UN MERCADO DESARROLLADO? ¿TIENE MUCHO RECORRIDO?

No tenemos que olvidar que una SOCIMI es en esencia una inmobiliaria patrimonialista que se ha acogido a un régimen fiscal especial. En los últimos años, el inmobiliario patrimonialista ha experimentado un importante desarrollo como resultado de la conjunción de varios factores, entre los que destaca la recuperación económica experimentada a partir del tercer trimestre de 2013, los mínimos históricos en los que se situaban los precios del inmobiliario español y la modificación de régimen fiscal SOCIMI con efectos desde el 2013 el cual ha servido como catalizador. Este régimen surgió en 2009, pero no era competitivo frente al resto de sus homólogos en Europa y EE.UU., pues establecía determinados requisitos de inversión muy exigentes entre los que destacaba un mínimo de cuatro activos, un apalancamiento máximo del 70%, un capital social de al menos €15M y la obligatoriedad de salir a cotizar en un mercado secundario organizado (Bolsa). Tres años más tarde, se produce una reforma de ese régimen que iguala en mayor medida las condiciones de las SOCIMIs a las del resto de REITs de nuestro entorno y coincide con una recuperación macro de nuestro país, dando lugar a un boom sin precedentes en inversión inmobiliaria.

DESDE GRANT THORNTON, ¿ESTÁN ASESORANDO MUCHO A SOCIMIS? ¿QUÉ SERVICIOS LES ESTÁN OFRECIENDO?

Efectivamente, prestamos un servicio integral a las SOCIMIs. Una de las principales obligaciones que tienen estos vehículos para beneficiarse de un tipo 0% en el impuesto de sociedades es la de ser un vehículo cotizado, ya sea un mercado secundario regulado como la Bolsa o un sistema multilateral de negociación, como el MAB. Desde la constitución de una SOCIMI hasta su salida al mercado, el vehículo necesita multitud de asesores. El regulador impone la figura del asesor registrado (figura únicamente exigible en el caso de cotización en el MAB), exige bajo determinadas situaciones la revisión por parte de un experto de previsiones futuras mediante la realización de una due diligence financiera, requiere una due diligence legal y fiscal, obliga a tener un auditor de reconocido prestigio y requiere que un experto independiente realice una valoración del equity del emisor que sirva de base para la fijación de un precio de emisión. Grant Thornton es una firma multidisciplinar de servicios profesionales en la que nos centramos y somos especialistas en la mayor parte de los servicios necesarios previamente comentados auditoría, asesoramiento legal y fiscal, asesoramiento financiero y por supuesto también la prestación de servicios de valoración compañía. En resumen, los servicios que prestamos a las SOCIMIs van desde la valoración del equity a la auditoria, pasando por el asesoramiento y la realización de due diligences (fiscales, legales y financieras).

REALIZAN LA VALORACIÓN DE NUMEROSAS SOCIMIS QUE SALEN AL MAB, ¿CUÁLES SON LOS ASPECTOS ESENCIALES A VALORAR A LA HORA DE PONER UN PRECIO A LA ACCIÓN?

Las SOCIMIs crecen a un ritmo imparable. "Desde 2014, más del 30% de las inversiones en real estate en nuestro país se han realizado a través de SOCIMIs, siendo los ejercicios 2016 y 2017 los más activos para estos vehículos con aproximadamente un 40% del total de la inversión. Sin duda, nos encontramos ante un mercado joven que ya está desarrollado, pero tiene aún mucho recorrido por delante", expone **Daniel Zubillaga, Director Nacional de Consultoría CBRE España**. Hasta ahora, han ido avanzando las SOCIMI de patrimonios que han adaptado su estructura societaria a este nuevo régimen fiscal y el de los fondos internacionales que conocían los REITs y han invertido en un tipo de vehículo que les resultaba conocido. "Ahora, están apareciendo nuevos proyectos, más innovadores, fuera de las zonas geográficas prime y relacionadas con activos más singulares: residencias de estudiantes, SOCIMIs de SOCIMIs, promoción y patrimonial, logística, etc.", recuerda **Antonio Fernández, Presidente de Armabex y de Armanext**. El contexto de mercado actual, caracterizado por una evolución positiva de las cifras macro y un exceso de liquidez,

> "El 40% de la inversión en real estate durante 2016 y 2017 se realizó a través de SOCIMIs"

hace pensar que está tendencia creciente pueda continuar a medio plazo. Para **Javier Basagoiti, Presidente y CEO de Corpfin Capital Real Estate**, "el régimen fiscal favorable y la obligación de distribuir dividendos con carácter anual son dos factores adicionales que motivan al inversor a participar en este tipo de sociedades, a fin de obtener rentabilidades superiores que las que ofrecen inversiones directas en inmuebles o alternativas en un entorno de tipos bajos como el actual". Como es lógico, su principal beneficio está directamente relacionado con el régimen fiscal especial y privilegiado en el que operan, pero la evolución del modelo también ha repercutido en este aspecto. La tipología de inversores ha evolucionado de forma natural hacia accionistas más institucionales como fondos de pensiones, banca privada o compañías de seguros internacionales, con mayor especialización y un horizonte largoplacista y, de forma creciente, también particulares. Actualmente, conviven SOCIMIs puestas en marcha por family offices centradas en preservar su patrimonio con la mejor fiscalidad posible, con otras, altamente profesionalizadas, que atraen inversores entre los que destacan fondos de private equity nacionales o internacionales como Corpfin Capital, Altamar o Blackstone, para los que el interés está en el subyacente, el activo inmobiliario que tiene la sociedad y que realmente es lo que genera valor a la compañía. "El interés para estos inversores está en la calidad de los activos y su capacidad de revalorización por la gestión llevada a cabo. Las SOCIMIs no solo seleccionamos activos de calidad cuando los adquirimos, sino que llevamos a cabo una gestión activa para lograr altos niveles de revalorización, que en nuestro caso alcanzaron el 29% a finales de 2017", afirma **Sergio Criado, Director Financiero de Lar España RE**.

Nuevas SOCIMIs, más salidas al MAB

Con todo, el flujo de salidas a Bolsa de las SOCIMIs durante los últimos ejercicios ha sido constante. Solo en 2017, 18

"LAS FUSIONES ENTRE SOCIMIS DEL MAB ANIMARÁN EL MERCADO EN EL MEDIO PLAZO"

El elemento fundamental a la hora de valorar una SOCIMI o cualquier empresa inmobiliaria es la valoración de sus inmuebles. Además, hay que tener en cuenta otros factores importantes tales como la valoración de la deuda o los costes de estructura que tiene la propia compañía, pero no cabe duda que el principal elemento que determinará la valoración de la compañía será la de sus activos.

LA MAYORÍA DE LAS SOCIMIS ESTÁN SALIENDO AL MAB, ¿VEREMOS NUEVAS SALIDAS AL CONTINUO DE ESTE TIPO DE SOCIEDADES?

Por supuesto, va a haber más salidas al continuo, siempre y cuando la empresa tenga un tamaño adecuado, las condiciones macro así lo aconsejen y los accionistas de referencia estén dispuestos a aceptar los precios de mercado, pero además, muchas SOCIMIs que han elegido el MAB para cotizar inicialmente porque no contaban con tamaño suficiente para captar la atención de los grandes inversores institucionales están creciendo y darán el salto en el medio plazo. Un ejemplo podría ser Tempore Properties, la SOCIMI creada por Sareb. No podemos olvidar que actualmente hay cinco compañías en el segmento de SOCIMIs con una capitalización superior a los €500M que han preferido continuar en el mercado alternativo por diferentes razones y que podrían dar el paso. Principalmente, el ahorro de costes de mantenimiento y asesores y la dilución suelen ser los principales motivos por los que siguen en el MAB.

¿ES LA ESPECIALIZACIÓN FUNDAMENTAL EN ESTE SECTOR?

Sin duda, es una consecuencia de la evolución de las propias SOCIMIs. En 2013, ante el inicio de la recuperación económica, los grandes fondos internacionales volvieron a confiar en el mercado inmobiliario español atraídos por las grandes oportunidades a precios en mínimos históricos y apostaron por las SOCIMIs, un régimen muy favorecedor en términos fiscales. Las primeras cuatro grandes SOCIMIs saltaron al continuo y tuvieron que invertir mucho capital en muy poco tiempo pues una de las exigencias que debían cumplir es mantener el 80% de su balance invertido en activos aptos. En ese momento compraron activos muy interesantes, pues podían pagar más que otros players por las ventajas fiscales de las que se beneficiaban, pero no había realmente una especialización. El principal objetivo era el de engordar los vehículos e invertir los fondos que habían atraído. Con el paso del tiempo, esos vehículos han podido reordenar sus activos y cada uno de ellos ha ido optando por un campo de especialización concreto: Lar apuesta por centros comerciales, Colonial-Axiare por oficinas, Hispania se ha centrado en hoteles y Merlin en oficinas, centros comerciales, retail e industrial. El resto de SOCIMIs también buscan su visión de mercado y su especialización, pues el objetivo es profesionalizar la gestión y generar sinergias. En los próximos años, veremos vehículos especializados en residencial, en geriátricos, hospitales, residencias de estudiantes y otros tipos de inversiones alternativas.

¿QUÉ TENDENCIAS ESTÁN OBSERVANDO DENTRO DEL MERCADO DE LAS SOCIMIS? ¿QUÉ TIPO DE DEALS CREE QUE PROTAGONIZARÁN LAS SOCIMIS EN LOS PRÓXIMOS MESES?

Las SOCIMIs tienen un recorrido larguísimo por delante. Actualmente cotizan en el mercado unas 55 / 56 SOCIMIs, pero hay un pipeline muy interesante de debuts en el MAB de cara a los próximos meses. Todos estos movimientos se van a traducir en un proceso de concentración que se ha iniciado con la integración de Axiare en Colonial, ambas de un tamaño importante. Veremos fusiones especialmente intensas entre SOCIMIs del MAB, pues muchas necesitan crecer y la única manera de conseguirlo será unirse a otras de mayor tamaño para generar sinergias y sobrevivir.

sociedades debutaron en el MAB, un dato significativo que refleja el atractivo y la demanda de estos vehículos para el inversor. En menos de cuatro años, han saltado al parqué 56 vehículos, cinco de ellos al continuo y 51 al alternativo con una inversión total de €35.000M, pero el número crece mes a mes. Algo lógico, puesto que aún son muchas las compañías lanzadas que deben salir a cotizar tras el periodo de dos años que permite la normativa y hay un interesante pipeline de patrimonialistas que no han optado aún por constituir su SOCIMI. "Aunque la mayoría de las patrimonialistas cotizadas españolas ya han dado el paso para convertirse en SOCIMI, todavía quedan algunas que tienen en su estructura negocios promotores, lo que les impide adherirse al régimen. Es muy probable que estas empresas opten en el corto y medio plazo por escindir ese negocio promotor del patrimonialista y veamos nuevas sociedades en el mercado", apunta **Zubillaga**. Por otro lado, el mercado español aún está bastante lejos de los precios y volúmenes precrisis y el gran interés despertado por el segmento del alquiler está avivando el sector, lo que puede desembocar en la llegada de nuevos actores internacionales. "Estamos en un mercado absolutamente abierto, por lo que podría haber players foráneos que decidan crear una SOCIMI en España. Es el caso de Unibail, una SIIC francesa que ya ha dado el paso de constituir su propio vehículo en España", indica **Ismael Clemente, CEO de Merlin Properties**.

Con todo, los próximos meses seguiremos viendo nuevas salidas de vehículos al mercado. Como suele ser tradicional, la mayoría optaran por el alternativo, aunque no se descarta el salto al continuo de grandes SOCIMIs que ya cotizan en el MAB. La mayor parte de las SOCIMIs deciden inicialmente debutar en el alternativo con la intención de ganar tamaño para saltar al continuo, pues el segundo mercado tiene requisitos mucho más

Las ventajas fiscales de las fórmulas de inversión colectiva inmobiliaria centran el interés del inversor

SOCIMIs, Sociedades de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Inversión Inmobiliaria se han convertido en el mejor catalizador para la llegada de inversores institucionales al mercado inmobiliario español. Javier Mendoza, Director General de Valtecsa, consultora especializada en valoración y asesoramiento a sociedades inmobiliarias, analiza las ventajas fiscales de las diferentes fórmulas de inversión colectiva.

SOCIMIs, SII y FII, ¿qué diferencias existen entre cada una de ellas?

A grandes rasgos, los tres vehículos son la herramienta más utilizada cuando se buscan dos circunstancias: las ventajas fiscales y la inversión indirecta por parte de inversores, y la capacidad de crecimiento y financiación dinámica por parte de los gestores. En lo que respecta a las diferencias entre ellas, destacaría sobre todo el perfil y tamaño idóneo para cada vehículo. Las SOCIMIs tienen un perfil más adaptado al mid market y las otras dos están más enfocadas a tamaños más elevados. Así, mientras que las SII y los FII requieren una inversión mínima de €9M, las SOCIMI requieren €5M. En lo relativo a partícipes, tanto los FII como las SII requieren al menos 100 partícipes mientras que en el caso de las SOCIMIs sería suficiente con uno, siempre que se libere al menos el 25% del capital para que cotice. Además, los vehículos más grandes (FII y SII) requieren compartimentos, divididos por política de inversión, de al menos €2,4M, en los que se integren al menos 20 participes (salvo excepciones). Por otro lado, los fondos por su propia naturaleza no tienen personalidad jurídica, por lo que deben aportar los valores liquidativos mensualmente y proteger al inversor con los derechos de reembolso, mientras que las sociedades de inversión y SOCIMIs por su propia naturaleza son sociedades, con sus obligaciones mercantiles y su total desembolso del capital.

¿Qué tipo de inversores están más vinculados a cada tipo de sociedad?

La inversión inmobiliaria para el arrendamiento es la base pivotal en los tres casos, pero mientras que las SOCIMIs pueden desarrollar y promover e incluso rehabilitar sus activos como actividad obligatoria y tener hasta un 20% de su actividad dedicada a otras funciones, los FII y SII no pueden explotar negocio y servicios anexos a los inmuebles del activo, salvo el arrendamiento. Por ello, es más habitual encontrar a inversores más orientados a la vinculación más directa en el caso de las SOCIMIs y a inversores mucho más dispersos y diversificados en el caso de los otros dos vehículos de mayor envergadura, en los que es más habitual encontrar a inversores institucionales.

¿Qué diferencias fiscales tienen?

Siempre y cuando cumplan con las condiciones y requisitos para pertenecer al régimen fiscal que les protege, los tres vehículos cuentan con ventajas muy relevantes, casi todas en términos de tributación por rentas e impuesto de sociedades. Tanto las SII como los FII tributan al 1% por el impuesto de sociedades mientras que las SOCIMI están sujetas al impuesto, pero al tipo 0%. Eso sí, hay que tener en cuenta que tanto el reparto de dividendos en las SOCIMI como el compromiso de reinversión para todas es un requisito que se exige de forma continuada, salvo alguna excepción, y que no puede aplicarse la exención ni las deducciones para evitar la doble imposición en las SII y FII, precisamente por su bonificación en la tributación. En cualquier caso, todos los vehículos se dedican al arrendamiento y no a la especulación. En todos se exige la permanencia de las inversiones inmobiliarias al menos tres años o al menos haber tenido arrendado tres ejercicios un activo antes de poder ser enajenado, así como tener como actividad primordial el aprovechamiento a través de las rentas generadas por los inmuebles. Con ello, a nuestro juicio son vehículos muy adecuados precisamente por sus ventajas, pero debe de hacerse un minucioso plan estratégico en el que se midan las aportaciones, planteamientos de inversión y rendimientos que permita comparar las ventajas fiscales con los costes y esfuerzos (a nivel normativo, informativo y publicitario) que conlleva crear y mantener cada figura.

¿Qué fórmulas se emplean más?

Desde hace dos años, el mercado inmobiliario vive la gran expansión de las SOCIMIs. Actualmente es el perfil de sociedad cotizada más habitual en el MAB y el más de moda, precisamente por ser el último en regularse. No obstante, no debemos olvidar que el espíritu de los tres perfiles es el de revitalizar la inversión y el desarrollo de un sector tan mermado en la crisis como el inmobiliario, y no el de acomodar las inversiones desde su escenario más estático a un perfil fiscalmente más ventajoso. Por ello, no sería de extrañar ajustes y modificaciones normativas en caso de no conseguir ese objetivo.

¿Qué servicios ofrecen a este tipo de compañías?

Actualmente, los servicios de asesoramiento que realizamos para este tipo de vehículos van desde las emisiones de informes de experto independiente requeridos para determinados procesos en cada una de ellas, a valoraciones y soporte a las mismas tanto en los documentos informativos y hechos relevantes, pasando por la preparación de la documentación necesaria para determinación de valores liquidativos o soportes periciales para cumplimiento de la norma fiscal de aplicación, algo que estamos haciendo cada vez de forma más habitual.

JAVIER MENDOZA,
Director General de Valtecsa

VALTECSA

La Experiencia convertida en acción

Hay momentos clave en la vida de una Empresa en los que hace falta una experiencia de la que no siempre dispone y no puede esperar a tener.

La experiencia en toma de decisiones complejas sólo se adquiere habiendo vivido situaciones similares.

DT es la primera Compañía que entiende la Dirección de Transición con un doble significado del concepto TIEMPO: el de la experiencia acumulada y el de la ejecución precisa en un plazo concreto.

DT

Interim & Transition Management

www.dt-tmg.com

EL GRUPO DT ES SOCIO DE TRANSITION MANAGEMENT GROUP, TMG: AMSTERDAM, LONDRES, MADRID, MILÁN, MUNICH, PARIS y ZURICH

Especialización y crecimiento internacional, principales retos en la maduración de las SOCIMIs

EL PROCESO DE CONCENTRACIÓN DE LAS SOCIMIS ESTARÁ MARCADO POR LAS OPERACIONES CORPORATIVAS ENTRE VEHÍCULOS CADA VEZ MÁS ESPECIALIZADOS EN BUSCA DE SINERGIAS Y LA SALIDA AL EXTERIOR DE LOS VEHÍCULOS DE MÁS TAMAÑO. PARA ELLO, SEGÚN LUIS MARTÍN GUIRADO, DIRECTOR CORPORATIVO DE DESARROLLO DE NEGOCIO DE GESVALT, EL SECTOR DEBE PROFUNDIZAR EN SU PROFESIONALIZACIÓN Y CONTAR CON UN ENTORNO LEGAL Y MACROECONÓMICO ESTABLE.

LUIS MARTÍN GUIRADO,
Director Corporativo de Desarrollo de Negocio de **Gesvalt**

¿Qué oportunidades les esperan a las SOCIMIs en los próximos años?

Estimamos que en los próximos años se producirán crecimientos, tanto orgánicos, aprovechando el recorrido del mercado inmobiliario, como inorgánicos, por medio de operaciones corporativas, con el objetivo de encontrar sinergias dentro de SOCIMIs cada vez más especializadas en un mismo sector de actividad. Por un lado, consideramos que el mercado del alquiler en España tiene un importante recorrido, al tratarse de un mercado menos maduro que el del resto de Europa. En él, la SOCIMI puede jugar un papel fundamental como vehículo facilitador a su acceso, dando lugar a posibles proyectos de participación público-privada, encajados dentro de estas estructuras (derechos de superficie, concesiones, etc.). También deben desarrollar su internacionalización. Actualmente, sólo seis SOCIMIs cuentan con presencia internacional y ésta se centra en los mercados vecinos, Francia y Portugal. La inversión en Europa y Latinoamérica puede verse impulsada por la expansión natural de SOCIMIs hoteleras. Atendiendo a su peso en el PIB, creemos que tienen uno de los mayores potenciales de recorrido por especialización. Igualmente, esperamos la llegada de nuevas SOCIMIs, como aquellas formadas exclusivamente por participaciones en otras SOCIMIs o REITs. Pero para que todo esto se produzca, es necesario que el sector profundice en su profesionalización, cuidando la calidad de los portfolios y velando por el cumplimiento de los planes de negocio, desde estructuras financieras óptimas, que no comprometan la distribución de dividendos y que consoliden la confianza de los inversores en estos vehículos.

En la actualidad, ¿en qué segmentos están invirtiendo las SOCIMIs? ¿Cuáles están copando más volumen de inversión?

Las oficinas son el activo preferido por las SOCIMIs alcanzando el 50% del valor de mercado de las mismas. Centros comerciales y retail con el 15 y 14 % respectivamente en segundo y tercer lugar. Merece la pena destacar que la inversión en residencial solamente alcanza un escaso 5% y los hoteles no llegan al 7%. Los alternativos: residencias y hospitales, no llegan al 1% a final de 2017.

¿En qué comunidades autónomas se están centrando las SOCIMIs?

Madrid es la región con mayor penetración de las inversiones y, de hecho, según los datos que manejamos en Gesvalt, cerca del 80% de las SOCIMIs tienen inversiones en esta comunidad. En segundo lugar, se situa Cataluña, con una penetración del 50%. Tras ellas, se encuentran Andalucía y la Comunidad Valenciana, en el entorno del 40%. En el resto de regiones, la penetración se sitúa en un rango comprendido entre el 15% y el 30%. Solo cuatro regiones presentan niveles inferiores al 10%, destacando el caso particular de la ciudad autónoma de Ceuta, sin presencia inversora. Con respecto a su presencia en el exterior, esta resulta todavía minoritaria y únicamente el 12% de las SOCIMIs presentan activos en otras naciones, que se concentran fundamentalmente en París, Lisboa y Berlín.

¿Qué riesgos afronta el sector de las SOCIMIs en el medio plazo?

Desde nuestro punto de vista hay dos áreas de riesgos a los que se enfrentan las SOCIMIs: aquellos derivados del entorno legal y, por otro lado, los propios del ámbito macroeconómico. Con respecto al primero, no debemos perder de vista que el mercado todavía no ha alcanzado su madurez y debe sortear algunos obstáculos en su consolidación. La experiencia pasada en otros vehículos (SICAV, renovables, etc.) no disipan la inseguridad jurídica ante cambios legislativos en el régimen especial, que podrían afectar muy negativamente a estas sociedades. Tampoco puede pasarse por alto la sensibilidad del alquiler al ciclo económico, en un negocio muy intensivo en capital, con rentabilidades normalmente bajas y apalancamiento más bien alto, dada la restricción al crecimiento autofinanciado. Además, la evolución del PIB, el empleo, los movimientos de tipos y la evolución de variables sociodemográficas, son variables determinantes en la demanda y a las que conviene prestar atención si no queremos incurrir en errores pasados. En segundo lugar, puede ser igualmente pernicioso no cumplir con las expectativas previstas, tanto en el pago de dividendos como en la rentabilidad esperada. Al no contar con un track record de cotización suficiente, no sabemos con seguridad cómo se comportarán los planes de negocio, pero sí creemos que, en algunos casos, las rentabilidades prometidas (8-10%) se encuentran muy por encima de la rentabilidad por alquiler (7%, incluida revalorización de activos), lo cual siembra ciertas dudas y abre el interrogante sobre el modelo más idóneo de retribución para los gestores.

gesvalt

exigentes. El objetivo de la mayoría es llegar al continuo, pero para ello es fundamental tener un track record en el MAB demostrando que las inversiones que van haciendo consiguen las rentabilidades esperadas y consolidando sus equipos. El tamaño es fundamental para que estos vehículos sean rentables y, por ello, necesitan captar fondos y ganar el tamaño adecuado que haga posible su paso al continuo. Mientras, las SOCIMIs están siendo las grandes protagonistas del MAB. "En los últimos cinco años, han pasado de no tener participación en el alternativo a representar el 47% de las empresas, con un peso por capitalización superior al 80%", recuerda **Luis Martín Guirado, Director Corporativo de Desarrollo de Negocio de Gesvalt**. En este sentido, muchas SOCIMIs se plantean opciones alternativas. Una de ellas es salir a cotizar al Euronext, un mercado con menos requisitos necesarios para cotizar que el MAB que pueden llegar a ser sustanciales para un determinado tipo de SOCIMI. "Las principales diferencias se encuentran en la documentación inicial que se exige en el alternativo, como pueden ser la due diligences financiera, la comfort letter o los aspectos de difusión mínima, que no son requeridos en el Euronext. Por ello, hay dos tipos de SOCIMIs que pueden estar interesadas en cotizar en este mercado: aquellas que no pueden o no les encaja cumplir estos requerimientos dentro de su estrategia y aquellas que encuentran en la Bolsa de París o Lisboa un escenario necesario para su desarrollo", comenta **Fernández**. Este puede ser el escenario perfecto para aquellas sociedades que quieren tener una presencia testimonial en el mercado para aprovecharse del beneficio fiscal del régimen y no tienen interés en dar entrada a nuevos accionistas. Este el caso de General de Galerías Comerciales, la SOCIMI con mayor capitalización del MAB (€2.547M) y que eligió la modalidad de listing por lo que seguirá casi en su totalidad participada por un solo accionista, el empresario Tomás Olivo.

Concentración y especialización

En cualquier caso, las grandes operaciones de los próximos ejercicios vendrán del proceso de concentración que el mercado necesita para ser más competitivo frente a los competidores de nuestro entorno. Un buen ejemplo son las francesas Unibail, Klepierre o Gecina que cuentan con una capitalización conjunta de €40.000M, cuando no hay ninguna española entre las 10 más grandes del continente. Las SOCIMIs necesitan ser sensiblemente más grandes para tener un tamaño acorde con el de la economía nacional. Con esta intención, desde hace un par de años, las sociedades más antiguas se han lanzado a la compra de activos y, más recientemente, se han comenzado a ver las primeras operaciones de adquisición

entre SOCIMIs. La primera fue la adquisición de Testa por Merlin Properties por €1.793M, pero si un deal ha supuesto un antes y un después en el sector ha sido la OPA lanzada por Colonial sobre Axiare, seguida por la oferta de Blackstone por Hispania que pretende crear un gigante hotelero. El proceso de concentración ya ha comenzado. Sin tamaño es complicado abordar operaciones significativas en un sector potente e intensivo en capital, en el que muchas oportunidades no pueden ser aprovechadas por falta de músculo. "En los próximos meses, vamos a ver más operaciones corporativas entre SOCIMIs. Uno de los déficits de nuestro mercado es que contamos con vehículos de pequeño volumen que necesitan ganar peso para seguir siendo atractivos para los inversores. Por el propio funcionamiento de las SOCIMIs, este volumen solo puede adquirirse a través de deals corporativos, ya sean ampliaciones de capital o a través de fusiones y adquisiciones de otras sociedades. Si bien es cierto que podría resultar difícil ver operaciones entre los vehículos del continuo, en el MAB puede haber muchos movimientos", apunta el **Director de CBRE**. Muchas de ellas están implementando su estrategia y mostrándola al mercado, pero en el momento en el que alguna no consiga los resultados esperados levantar más capital, no le queda mucha más opción que fusionarse o liquidarse, pues no será eficiente. En cinco años, sólo habrá entre cinco y 10 compañías que se consoliden y que aglutinen entre el 50% y 60% del mercado.

Además, la madurez de algunas entidades ha puesto sobre la mesa la desinversión de activos que ya no resultan estratégicos para su core business. En opinión del **Director Financiero de LAR España RE**, las desinversiones podrían estar claramente vinculadas con la tendencia a la especialización que muestra el sector. "Tras alcanzar un buen nivel de cartera gracias a una gestión activa y sin renunciar a seguir creciendo, muchas SOCIMIs nos encontramos en una segunda fase orientada a la especialización en un segmento concreto. Esta fase pasa por la desinversión en activos no estratégicos y compra de activos estratégicos para mejorar la gestión de nuestra cartera y generar sinergias. En el caso de LAR, desinvirtiendo de algunos activos para adquirir centros y parques comerciales". Aunque seguirán existiendo SOCIMIs generalistas, los analistas consideran fundamental optar por la especialización. "Los inversores exigen cada vez más que el management cuente con una elevada experiencia y una alta especialización que contribuya a incrementar la eficiencia en la gestión de los activos y la profesionalización del sector", apunta **Basagoiti**. Como muestra de ello, la elevada atomización existente en nuestro país unida a la amplia diversidad por tipología de activos dará lugar en unos ejercicios a vehículos especializados en usos tradicionales (retail, oficinas, residencial, industrial y hotelero) y alternativos como residencias de tercera edad, gasolineras e, incluso, desarrollo con terrenos para la promoción de nuevos activos. En opinión de **Clemente**, es importante que las SOCIMIs ganen tamaño antes de embarcarse en grandes proyectos para especializarse. "En un mercado pequeño como España, contar con un REIT monoproducto puede ser perjudicial si no cuentas con un tamaño relevante. La elevada atomización del mercado puede desembocar en compañías hiperespecializadas pero con poca liquidez que sean pasto de grandes sociedades extranjeras. Si queremos tener una industria nacional liquida y grande, quizá debamos analizar vías alternativas a la hiperespecialización".

> "La OPA lanzada por Colonial sobre Axiare y la oferta de Blackstone por Hispania han supuesto un antes y un después en el proceso de concentración del sector"

Nuevas reformas

A pesar de que la actual regulación ha situado a las SOCIMIs como el instrumento de inversión inmobiliaria más eficaz del mercado, muchos son los players que han alzado la voz para comentar que la fiscalidad de estas sociedades empieza a quedarse obsoleta frente a otros REITs europeos o norteamericanos. En opinión del **Presidente de Armabex**, "aunque todo es mejorable, en cuanto a la regulación de los requisitos de la propia SOCIMI, la normativa española es una de las más flexibles y accesibles.

Otro tema es el tratamiento que se da a los inversores. En este aspecto, desde Hacienda sí se podría dar un mejor tratamiento a los inversores a largo plazo que apuestan por un sector verdadero motor de la economía española. Además, se reclama desde varios foros una revisión para facilitar a los pequeños inversores determinadas ventajas fiscales si, bajo determinadas condiciones, depositan sus ahorros en este tipo de inversiones". Para **Basagoiti**, el quid de la cuestión está en algunas medidas introducidas en la modificación del régimen SOCIMI en 2013. Junto a medidas clave que constituyeron al modelo como un elemento clave para la dinamización de estas compañías en España, se adoptaron otras no existentes en determinados REITs europeo como el establecimiento de un gravamen especial del 19% para determinados inversores. "Lo cierto es que, a la vista del comportamiento de las SOCIMIs desde 2013 y de la creciente exposición del inversor internacional no residente, nada parece indicar que esto se haya percibido como una desventaja competitiva, pero parece evidente que debemos observar la evolución de los regímenes homologos en Europa para ver si se adoptan medidas similares a las nuestras como normas anti-elusión o, por el contrario, reducen sus tipos impositivos de manera significativa", concluye el **CEO de Corpfin Capital RE**.

C&C

LOS REITS COMO DINAMIZADORES DEL MERCADO

En España, la aparición de las SOCIMIs ha supuesto un antes y un después para el mercado inmobiliario. En 2009 apareció una primera regulación pero no fue hasta 2013 cuando la nueva normativa tuvo acogida por parte de los inversores. Ahora Portugal podría sumarse a España. De hecho, ya se han sentado las bases para la creación de estas sociedades con el apoyo de la EPRA.

El sector inmobiliario en Europa vive un momento prometedor, con mejores resultados que otros mercados más tradicionales. De hecho, la capitalización en Europa de este mercado se ha multiplicado por seis durante los últimos 20 años. En España, las SOCIMIs han aparecido mucho más tarde que en otros países europeos. En 2009 tuvo lugar una primera regulación sin mucha acogida, para finalmente comenzar a tener en éxito en 2013, con un régimen fiscal mucho más atractivo. Es así como tuvo lugar el inicio de las SOCIMIs en nuestro país, con el objetivo de reactivar un mercado que sufrió mucho con la crisis. En el Congreso Iberian REIT Conference, organizado por Iberian Property, expertos del sector analizaron la forma en la que estos vehículos aterrizaron en nuestro país, aumentando la inversión y el movimiento de un mercado que, hace cinco años, estaba totalmente estancado.

Ahora es posible que Portugal siga los pasos de España. Según **Manuel Puerta da Costa, de la APFIPP**, "un régimen de REITs sería muy bueno para la economía portuguesa porque, en la actualidad no hay actividad de fondos de inversión dada la incertidumbre del mercado. No obstante, este tipo de sociedades se encuentran aún en una fase pre-marketing en nuestro país".

Lo cierto es que hay algunas características similares entre el mercado portugués y el español: "falta de capital institucional, fragmentación, buenos activos, propietarios de no muy largo plazo e infraestructuras buenas", en palabras de **Cristina García Peri, General Manager de Hispania**. De hecho, hay algunos inversores que ven el mercado de la Península Ibérica como uno solo. Ese es el caso de Merlin Properties que, en los últimos años, se están centrando en invertir en Portugal. En concreto, según **Ismael Clemente, CEO de la SOCIMI**: "estamos aumentando nuestra presencia en retail, además de en logística y oficinas".

Las SOCIMIs, tan buenas como los REITS europeos

La aparición de los REITs en Europa y las SOCIMIs en España han impulsado fuertemente el mercado inmobiliario. La EPRA está apoyando activamente la aparición de estas sociedades en otros países como Portugal, Polonia o Suecia, realizando una fuerte labor de concienciación sobre este vehículo: no nos encontramos ante fondos, sino ante compañías que poseen, operan y desarrollan activos.

¿Cómo ha crecido el mercado de los REITS europeos durante los últimos años?

Somos muy positivos en cuanto a las perspectivas de crecimiento de este sector, en parte, debido a la fuerte rentabilidad por dividendos, muy atractiva para los inversores institucionales como los fondos de pensiones y, en parte, porque si lo comparamos con el tamaño de otras jurisdicciones como EE.UU. todavía tiene mucho recorrido por delante.

Algunos sectores, como el industrial o el logístico, están creciendo a un ritmo muy rápido gracias a el auge del comercio electrónico. Pero no son los únicos mercados en crecimiento, se prevé que la economía general de la UE crezca un 2,3% en 2018. En concreto, cabe destacar, la expansión de algunos sectores de nicho, como el sanitario, las residencias de estudiantes, los hoteles o el segmento residencial. Esperamos que esta tendencia continúe, ya que cada vez son más inversores los que se dan cuenta de este crecimiento.

¿En qué países europeos se están expandiendo los REITS?

Los REITS comenzaron a tener presencia en los Países Bajos, Francia, Reino Unido o Alemania y, poco a poco, están llegando a otros países como España o Italia, países por los que EPRA ha estado abogando activamente. Hoy, de los 28 Estados miembros de la UE, 13 tienen un régimen REIT. EPRA actualmente participa activamente en tres de las grandes economías europeas que no tienen aún régimen REIT: Portugal, Polonia y Suecia, donde ya se han sentado las bases.

¿Cuáles son los principales retos a la hora de expandir el régimen REIT en Europa?

Uno de los desafíos más importantes es de carácter politico: hay que convencer a los gobiernos de los Estados miembros de que los REITS no son fondos, sino compañías que poseen, operan, desarrollan y gestionan los activos generadores de renta. Hemos visto en los últimos años, tanto en España como en Irlanda, cómo la legislación REIT ha desembocado en un número de salidas a Bolsa que han ayudado a la recuperación económica y la renovación urbana tras la crisis financiera.

¿Qué pasos está dando EPRA para atraer más inversores?

Seguimos reuniéndonos con inversores especialistas y generalistas de todo el mundo, predicando los beneficios de nuestro sector y proporcionándoles todos los datos que les permiten convertirse en un REIT. También estamos impulsando las relaciones con otras industrias locales de toda Europa, como fondos de pensiones, aseguradoras y grupos de gestión de activos, para abrir el acceso a su base de inversores. EPRA ha establecido una fuerte conexión con Asia en los últimos años y nuestra estrecha asociación con Nareit supone que estamos bien representados en Norteamérica.

Dominique Moerenhout, CEO EPRA

¿Cuáles son las principales diferencias entre los regímenes de REIT y de las SOCIMI en España?

Las SOCIMIs españolas tuvieron sus comienzos en 2009, pero el régimen inicial no terminó de asentarse. Había ciertas limitaciones en su estructura que desembocaron en un escaso apetito por parte de los inversores, sobre todo la tasa del impuesto de sociedades del 19%, un modelo complicado y poco atractivo.

Posteriormente, se llevaron a cabo ciertas modificaciones. El Impuesto sobre Sociedades se redujo al 0%, el requisito mínimo de capital también disminuyó, los requerimientos de cotización cambiaron, etc. En 2013 se introdujo este nuevo regimen, que marcó un punto de inflexión en el mercado español. Desde entonces, el régimen de SOCIMIs en España no muestra grandes diferencias con los de otros países.

NORGESTION

NUESTRA EXPERIENCIA A SU SERVICIO

Desde los orígenes de NORGESTION, 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 en el ámbito internacional.

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

Nuestra actividad:

- Corporate Finance
- Asesoría Jurídico-fiscal
- Asesoramiento Patrimonial
- Asesoramiento y Gestión en Situaciones Especiales

www.norgestion.com

Bangalore, Barcelona, Beijing, Belo Horizonte, Bilbao, Birmingham, Bogota, Boise, Bologna, Chicago, Den Bosch, Denver, Helsinki, Istanbul, Johannesburg, Kolkata, Ljubljana, London, Lyon, Madrid, Mauritius, Melbourne, Mexico City, Miami, Milano, Moscow, Mumbai, New York, New Delhi, Nottingham, Padova, Paris, Pittsburgh, Prague, Rio de Janeiro, San Francisco, San Sebastián, Sao Paolo, Singapore, Sonora, Stockholm, Stuttgart, Tokyo, Torino, Toronto, Warsaw, Washington D.C., Wiesbaden

dossier

ESPAÑA - NORTEAMÉRICA, una relación sólida con mucho futuro

Las operaciones cross border entre España y los países norteamericanos continúan siendo una garantía de éxito. Tradicionalmente, EE.UU. ha sido el mayor inversor en nuestro país y también el que más transacciones recibe desde España. En los últimos años, Canadá ha seguido sus pasos como socio estratégico de las empresas españolas. Los inversores norteamericanos apuestan por compañías con buenos track record para dar el salto a otros mercados. Los españoles hacen las maletas en busca del sueño americano.

Tradicionalmente, EE.UU. se ha situado como el mayor inversor internacional en nuestro país y, a su vez, ha copado la primera posición como destino de inversión española, una tendencia que se mantiene en la actualidad. En los primeros meses de 2018, las empresas españolas han elegido a EE.UU. como el país más atractivo para realizar negocios en términos de volumen de operaciones. "El nivel de actividad española en EE.UU. se ha incrementado de forma sostenida desde hace años, a medida que se fortalecen las relaciones entre ambos países. En 2006, la inversión fue de €14.000M, mientras que diez años más tarde rondaba los €70.000M. España es el décimo mayor inversor en EE.UU. y sus empresas emplean a más de 80.000 personas en el país. Está claro que, la relación entre ambos países es fuerte y aparentemente duradera", afirma **Enrique Quemada, Presidente de ONEtoONE.** Aunque más tímidamente, las empresas españolas han comenzado a apostar también por su vecino, el mercado canadiense. El año pasado, Canadá fue el cuarto receptor de inversiones españolas en el extranjero. Si bien hay algunos fondos de venture capital españoles invirtiendo en Norteamérica, como Nauta Capital o Ysios, el perfil de los inversores españoles es fundamentalmente industrial. En general, los grandes grupos industriales españoles o large caps, son los más activos en operaciones cross border en EE.UU. y Canadá, alternando sus planes de inversión y desinversión en la región en función del país que más interesa por cuestiones estratégicas a su negocio o el buen momento de una economía u otra. Por sectores, los que más interesan a los españoles son los servicios financieros y de software, tecnológicas, materias primas, especialmente las industrias extractivas canadienses, y las empresas turísticas.

> "EE.UU. ha copado la primera posición como destino de inversión española desde hace años. Canadá fue el cuarto receptor de nuestras inversiones en 2017"

Los aspectos que motivan la salida al exterior de nuestras entidades son múltiples, pero suelen responder a dos objetivos: búsqueda de crecimiento y mejora de la competitividad frente a posibles competidores globales. En estos casos, invertir en Norteamérica proporciona acceso a algunos de los mercados más grandes del mundo, una relativa estabilidad de las inversiones y una fuerza laboral altamente cualificada y educada. En palabras de **Jordi Casas, Socio de Osborne Clarke**, "EE.UU., con la economía más fuerte del mundo, representa el mercado más importante y su mano de obra es de las más productivas e innovadoras. Es un mercado muy maduro y con mucha competencia. Canadá tiene una de las economías más dinámicas del mundo, una mano de obra muy cualificada e infraestructuras modernas.". Por el contrario, en ambos mercados, los precios son muy altos en la actualidad y el pago de primas es un gran temor a la hora de hacer M&A. Además, la extensión de su territorio complica la existencia de compañías presentes en todos los estados. La mayor parte de ellas son regionales y locales, lo que obliga a los industriales a controlar los tiempos del crecimiento en el país y la competencia que ejercen las firmas locales, un poder que se acentúa en sectores como la construcción. "EE.UU. es un mercado interesantísimo que tiene una peculiaridad. Necesitas experiencia local para conseguir

las credenciales necesarias para ir a concursos públicos. Contar con presencia allí es importante para crecer a nivel orgánico, pero para realizar una adquisición hay que analizar profundamente la estrategia a desarrollar en el país. Es un mercado muy atomizado donde no hay grandes constructoras, solo empresas pequeñas focalizadas en dos o tres estados. En Canadá, el mercado es más accesible. No ha sido necesario que realicemos ninguna adquisición para operar allí con consorcios potentes", explica **Carlos Mijangos, CFO de Sacyr.**

Estabilidad y seguridad jurídica

Aunque hay más similitudes que diferencias entre EE.UU. y Canadá, es importante tener en cuenta que la regulación y la forma de hacer negocios no son idénticas y los inversores necesitan actuar con la debida diligencia e investigar el marco regulatorio antes de invertir. A pesar de ello, si algo está claro es que nos encontramos ante dos mercados que gozan de estabilidad económica y seguridad jurídica. "Ambos se encuentran entre los primeros países del mundo en lo que a libertad económica y estabilidad de mercado se refiere. Entrar en uno de estos dos mercados es una de las acciones más seguras que pueden realizar los inversores, pues son muy receptivos a la inversión extranjera de calidad", apunta **Quemada.** También son mercados abiertos a la innovación en producto, a la calidad de servicio y a la implantación de nuevos modelos de negocio. Asimismo, la constitución de sociedades es un proceso rápido y fácil, al igual que la adquisición de compañías, aunque existen restricciones para firmas que operan en espacios críticos para la seguridad nacional o los recursos que están bajo la investigación del Comité de Inversión Extranjera en EE.UU. o bajo la Investment Canadá Act, algo que ocurre solo en casos inusuales. "A diferencia de otras jurisdicciones en las que es aconsejable o a veces obligatorio invertir vía joint ventures con socios locales, en EE.UU. y Canadá no hay ningún problema por constituir filiales 100% participadas o en adquirir el 100% del capital de sociedades. Es una decisión puramente comercial", señala **Casas**. Sin embargo, una salida a Bolsa no es la vía óptima para acceder a estos países. "En general, lo más relevante es que la empresa sea conocida allí, pues los inversores son locales y quieren entender muy bien la historia de la compañía. Hay excepciones como el sector minero en Canadá o alguna tecnológica en el Nasdaq, pero no suele ser una vía de acceso fácil", comenta **Neil Collen, Socio de Livingstone**. Esta opción tiene más sentido a la hora de acometer una desinversión o captar capital a través de una participada norteamericana.

España, llave del mundo

Aunque las adquisiciones españolas en Norteamérica han sido muy notables recientemente, siguen siendo más los inversores estadounidenses y canadienses los que invierten en nuestro país impulsados por las buenas cifras de la economía nacional. En opinión de **Collen**, "España está en un buen momento y los datos macroeconómicos así lo avalan: crecimiento del PIB a un ritmo cercano al 3%, disminución de los niveles de paro, reactivación del número de deals corporativos e inmobiliarios y unas condiciones de acceso a la financiación muy favorables que permiten el cierre de inversiones apalancadas en un bajo coste financiero para el inversor". Además, ha sido y es un mercado de referencia por el interés que tiene como destino en sí mismo o como puente para otras áreas geográficas, pues es el trampolín perfecto para entrar en zonas clave en Europa, Oriente Medio, África y Latinoamérica, debido a su localización y cultura. Por todo esto, los principales inversores de estos países siguen considerando al mercado español como un buen lugar para hacer negocios e inyectar fondos. "España ofrece uno de los mercados domésticos más atractivos de Europa, cuenta con 46 millones de consumidores, además de los 75 millones de turistas que nos visitan cada año. Como miembro de la UE tiene acceso a al mercado más grande del mundo y representa una vía de

Nodalblock

Cotizar en Canadá, punto de partida de la internacionalización

Nodalblock está preparando su salida a Bolsa en Canadá tras la reciente entrada de Numus Financial en su capital. Estar cotizando allí son todo ventajas, con un mercado más proteccionista y puerta de entrada hacia EE.UU., y con más opciones de financiación a la hora de llevar a cabo la expansión internacional de la compañía.

Recientemente, Numus Financial ha entrado en su capital. Los inversores canadienses ¿se sienten atraídos por el mercado español o se trata de un caso puntual?

Creo que ha sido un caso puntual, porque estos inversores no conocían mucho el mercado español, pero a medida que están descubriendo, estoy seguro que estarán abiertos a realizar más operaciones pues se han dado cuenta del potencial de negocio que tiene un país como España. Ellos tienen una cultura muy anglosajona y suelen analizar más empresas procedentes de Reino Unido o los países nórdicos. El sur de Europa no es su mercado tradicional pero ahora que empiezan a mirarlo se están dando cuenta de que hay activos de gran calidad aquí.

¿Qué características tiene el mercado canadiense?

Tiene dos grandes ventajas: es más conservador que el estadounidense, con lo cual, estás más protegido, y, además, es la puerta de entrada hacia EE.UU. porque tienen un tratado de libre comercio. Canadá es un país muy conservador pero tiene mucho capital para invertir. En nuestro caso concreto, ellos nos descubrieron y nos vinieron a buscar directamente.

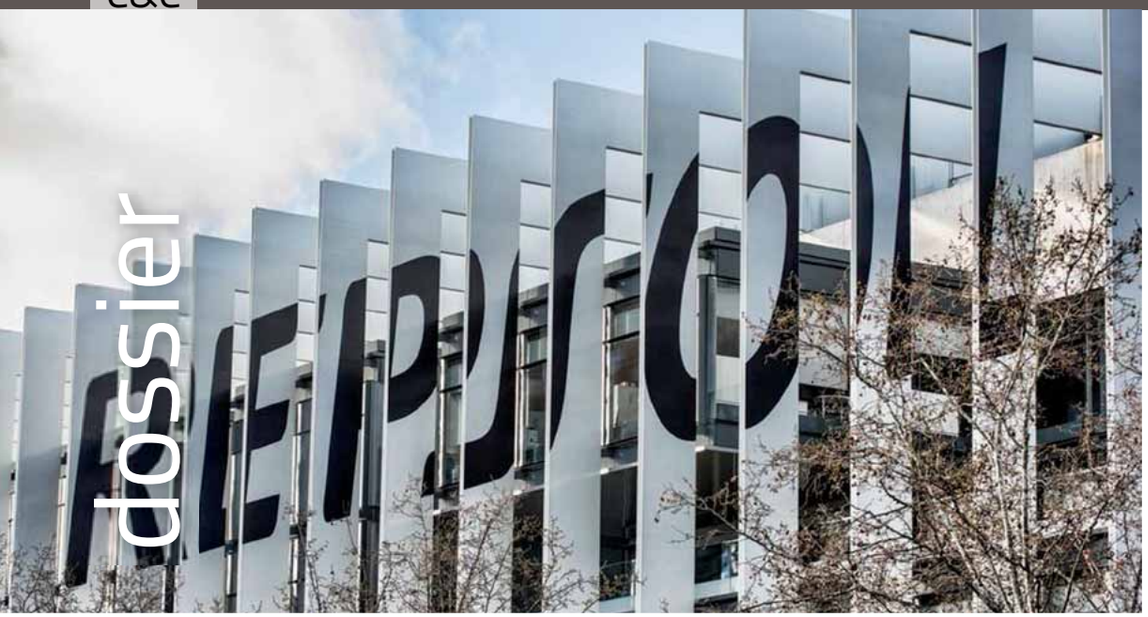
El sector del blockchain, ¿qué grado de madurez tiene en Canadá?

El mercado canadiense está basado en minería y energía. No obstante, están entrando cada vez más en el sector tecnológico y allí ya hay empresas cotizadas especializadas en blockchain. No somos pioneros, aunque estas empresas están más ligadas a consultoría y nosotros somos de los primeros con productos reales, más paquetizados.

¿Qué especificaciones puede tener una salida a Bolsa en Canadá? ¿Es un proceso complicado?

Es un proceso muy complicado porque hay que pasar muchos trámites y es fundamental ir de la mano de un inversor especializado como Numus Financial. Por ejemplo, nosotros nos hemos tenido que constituir como sociedad canadiense en Halifax y este vehículo de reciente creación ha adquirido la empresa española. Sin un inversor de estas características de la mano creo que es muy complicado plantearse una salida a Bolsa así, pero en EE.UU. pasa lo mismo. En este sentido, Canadá tiene una ventaja, ese proteccionismo del que hablábamos. Allí la empresa está entre algodones, mucho más protegida financieramente de los vaivenes que una compañía que cotiza en EE.UU. Para plantearse salir a los mercados públicos, siempre será mejor decantarse por Canadá. Con la salida a Bolsa, es más sencillo realizar la expansión allí porque accedes a importantes sistemas de financiación gracias a cotizar en un mercado público. Si tuviera que empezar de nuevo acudiría a Canadá seguro, lo aconsejamos totalmente porque son muy profesionales y experimentados desde el punto de vista financiero.

DAVID LANAU,
EMEA Regional Manager de Nodalblock



entrada al norte africano y también a Latinoamérica, debido a los estrechos lazos tanto históricos como económicos. Por otro lado, cuenta con costes de operación muy competitivos en el contexto de Europa Occidental, profesionales cualificados, un alto grado de internacionalización, operadores económicos flexibles y una calidad de vida excelente", apunta **Casas.** Además, somos una de las economías del mundo más abiertas a los flujos de inversión extranjera y a diferencia de otros países contamos con pocas reestricciones a la entrada en determinados sectores por razones de interés nacional o en base al principio de reciprocidad. A todo esto, **Alejo Vidal-Quadras, Responsable de la oficina de KKR en Madrid**, añade las reformas estructurales que se han llevado a cabo en nuestro país durante los años de crisis, que han sentado las bases para la sostenibilidad del crecimiento y permiten esperar una estabilidad regulatoria relativamente superior a la de otros países, y la calidad de las grandes empresas españolas y sus equipos directivos. "Éstos han superado una crisis profunda que les ha hecho salir de su zona de confort, ya sea mediante la internacionalización, revisión estratégica, adquisiciones, optimización de costes, etc." Llevar a cabo estas medidas y ajustar su estructura de costes para sobrevivir a la crisis supone una atractiva ventaja competitiva en términos de control de costes. Sin embargo, el mercado nacional aún tiene mucho margen de mejora. "Uno de los grandes inconvenientes a la hora de invertir en España es el tamaño de la empresa media, inferior al de otros países europeos como Italia, Francia o Alemania", señala **Vidal-Quadras**.

Inversores a largo plazo

Sin duda, uno de los cambios más significativos de la inversión norteamericana en España con la recuperación económica ha sido el del perfil de los inversores que llegan a nuestro país. Los fondos oportunistas han dado paso a una inversión mucho más industrial y estable, con vocación de quedarse a largo plazo. "En 2017, el principal tipo de inversor de esta región en España fueron socios estratégicos. El sector industrial representó el mayor volumen de inversión. Naturalmente, los fondos de private equity tienen aún una presencia significativa en el mercado, pero cada vez son más los actores estratégicos que buscan sinergias de valor añadido para incluir a los negocios ya existentes", explica **Quemada**. Aun-

> "Los private equities estadounidenses, que apoyan tanto la inversión directa como el fundraising, son los protagonistas de los deals de más tamaño"

que Canadá va ganando peso en España, es EE.UU. el principal inversor extranjero en nuestro país. Los private equities estadounidenses, que apoyan tanto la inversión directa como el fundraising, son los protagonistas de los deals de más tamaño. Son compradores con características en común: tienen mucha liquidez, están ávidos por aprovechar las oportunidades que ofrece un mercado barato en comparación con mercados similares y saben que a medio plazo pueden obtener importantes sinergias y ganar dinero. Esto convierte el momento actual en una oportunidad única y no la quieren dejar escapar. "El número de firmas de private equity en EE.UU. está creciendo a un ritmo cercano al 30% desde 2011. Con tanta competencia, los precios en su país son muy elevados y tienen que buscar nichos de mercado, muchos de ellos en España, donde compiten por un número limitado de empresas españolas", indica **Jorge Tuñí, Director de Livingstone**. Uno de los grandes fondos estadounidenses con presencia en España es KKR, con una inversión de $4.800M en nuestro país durante los últimos siete años. "España es el país europeo en el que KKR más ha invertido entre 2010 y 2017. Hemos invertido más aquí que en otros mercados más grandes desde un punto de vista de inversiones alternativas, como Reino Unido, Alemania o Francia. Vemos oportunidades desde todas nuestras estrategias y buscamos proyectos en los que podamos aportar valor añadido, más allá del capital, siendo un accionista diferencial. Contamos con 14 participadas y seguimos analizando nuevas oportunidades", comenta **Vidal-Quadras**.

Para los industriales, la última reforma fiscal de la Administración Trump ha favorecido la posición financiera de los inversores estadounidenses, un factor que está animando la inversión directa en adquisiciones cross border. En lo que a sectores se refiere, la mayoría de las empresas que han puesto un pie en nuestro país buscan oportunidades en sectores como el inmobiliario, energía, IT, logística y transporte, financiero, industrial, hotelero y agroalimentario, con la intención de hacerse con participaciones de control. En palabras de **Quemada,** "el mercado inmobiliario está sano y es atractivo de nuevo, volviendo a los niveles previos a la crisis en términos de volumen de transacciones. Los precios empiezan a subir, aunque no a los niveles que veíamos antes de la caída, con un aumento medio del 7,6% en 2017. Nuevos proyectos están surgiendo en Madrid en donde las favorables condiciones y el alto valor inmobiliario tratan de ser aprovechados por los fondos internacionales especializados".

En los próximos meses, todo parece indicar que seguiremos viendo muchos deals con comprador norteamericano. "La inversión de estadounidenses y canadienses en España tiene un histórico muy solido y, si se confirman las previsiones de crecimiento de la economía española para los próximos años, es de esperar que la inversión de ambos países en nuestro país se mantenga o, incluso, se incremente en el medio plazo", concluye **Casas**.

AHORRO DE TIEMPO Y COSTES EN DEALS CROSS BORDER GRACIAS AL VIRTUAL DATA ROOM

Optimiza el tiempo, mejora la eficiencia de los procesos, reduce sus costes y mitiga y controla sus riesgos. Los beneficios de usar una plataforma flexible y dinámica como el Virtual Data Room (VDR) de Multipartner en las complejas operaciones transfronterizas son múltiples, garantizando los máximos niveles de seguridad y suavizando las diferencias culturales y lingüísticas, como evidencian las recientes ventas de Enel en Latinoamérica.

Son proveedores oficiales de VDR de Enel desde hace varios años, ¿cómo está apoyando Multipartner al grupo en sus operaciones?

Efectivamente, somos los proveedores oficiales de VDR de Enel a nivel mundial y les estamos acompañando en todas las operaciones de venta de activos de energías renovables en Latinoamérica, principalmente Argentina, Chile y México. Por ejemplo, las transacciones de Enel Green Power Argentina se están gestionando entre Italia, España y Argentina. Nuestra VDR y el soporte recibido están siendo claves para ellos, así como la rapidez, integridad, disponibilidad y seguridad, que también son muy valoradas por nuestro cliente.

Supongo que son operaciones con un gran volumen de documentación altamente sensible.

Obviamente y, además, son operaciones donde el tiempo es clave, por lo que nos comprometemos a preparar la VDR en muy poco tiempo. Normalmente, en menos de 24h ya está operativa y con el acceso de los usuarios perfectamente verificado y autorizado. Restringimos el acceso a determinadas personas con un elevadísimo nivel de seguridad y protección, definiendo la "granularidad" de los grupos. Cada usuario accede a determinada información sensible en plazos concretos. También nos piden que la plataforma sea multilingüe y de uso sencillo. A veces, hay cierta preocupación inicial, pero en seguida comprueban que nuestra VDR es muy fácil, dinámica e intuitiva, y que se adapta de forma continua a la evolución de la operación y a sus necesidades.

Creo que su asistencia es continua y multilingüe, 24 horas al día 7 días a la semana…

Efectivamente, nos pueden pedir que activemos el servicio durante las 24 horas del día a lo largo de todo el proceso. Además, llegada determinada fecha, tenemos que estar preparados para abrir ciertas parcelas de la información a usuarios predeterminados y denegárselo a otros, activando roles de visualización a medida, ofreciendo un acceso selectivo y diferenciado a los contenidos. Una vez concluida la operación, Multipartner documenta y certifica para el cliente todo lo sucedido en la plataforma y, posteriormente, toda la información presente en los servidores se destruye.

Esas exigencias, ¿son comunes en las operaciones cross border?

Efectivamente, nuestra experiencia como asesores nos dice que son exigencias iniciales y habituales. Al documentar y certificar todo lo sucedido en la VDR y, posteriormente, destruir toda la información, garantizamos la máxima transparencia. Para nosotros, la seguridad y el control son la máxima prioridad. No es que nuestra VDR sea la panacea que resuelva todos los problemas que pueden presentarse en una operación cross border, pero los reduce de forma sustancial, tanto los tiempos como los costes y mitiga los potenciales riesgos y las diferencias culturales y lingüísticas. Por eso, es una herramienta que "vale lo que vale", con todo el servicio de personal que hay detrás. Nos hemos encontrado con clientes que solían utilizar soluciones en la nube de consumo popular, sin ser totalmente seguras para el control y la protección de datos. Sólo después de haber tenido experiencias desagradables, tal vez perdiendo la oportunidad de cerrar la operación, decidieron confiar a Multipartner la gestión de sus transacciones cross border. Los datos corporativos confidenciales nunca deberían almacenarse y compartirse utilizando herramientas potencialmente inseguras.

¿Cómo agiliza y acorta la VDR la duración y el coste de las transacciones transfronterizas?

La due diligence en una operación de M&A suele prolongarse en torno a seis meses y, normalmente, con el uso de la VDR se reduce hasta una media de 60 días. Pero, además, acota los costes. Las Data Room físicas implican viajes, impresión de la documentación, etc. Con una VDR, los viajes no se suprimen del todo, porque es necesario cierto contacto personal, pero la documentación se puede enviar y compartir en todo momento en un entorno virtual seguro sin necesidad de desplazarse físicamente.

> "Estamos acompañando a clientes como Enel en sus operaciones de venta de activos de renovables en Latinoamérica"
>
> GIANCARLO PICIARELLI, **CEO de Multipartner**

¿En qué regiones ha crecido más su actividad?

Estamos muy activos en Latinoamérica, trabajando mucho en México y Chile, especialmente en proyectos de energías renovables. Y, por supuesto, en Europa destacan países como Francia, Alemania, Reino Unido y Luxemburgo. En este último, estamos apoyando a un número importante de fondos de private equity en sus inversiones en el sector inmobiliario. En España, estamos muy activos en Madrid, Valencia, el País Vasco y Cataluña, donde hemos notado cierta caída del flujo inversor en M&A, pero la actividad en el sector biotech por parte de inversores extranjeros que están apostando por compañías catalanas sigue siendo importante.

Casi un año después del referéndum británico, el Brexit sigue marcando la agenda económica de Reino Unido y del resto de Europa. Empresas e inversores se debaten entre la incertidumbre y la oportunidad de esta coyuntura, y las operaciones de fusiones y adquisiciones no se quedan al margen. A favor del M&A en Europa juegan la estabilidad de la Eurozona, con crecimientos en el PIB de los diferentes países, y la recuperación en la creación de empleo.

Escaso impacto del efecto Brexit en las relaciones hispano-británicas y en el M&A

DE MOMENTO, EL BREXIT NO HA AFECTADO A LAS RELACIONES ENTRE ESPAÑA Y REINO UNIDO NI, EN GENERAL, A LA ACTIVIDAD DE M&A EN EUROPA. OTRA CUESTIÓN SERÁN SUS EFECTOS SI FINALMENTE SE PRODUCE LA SALIDA REAL DEL MERCADO Y CUANDO SE CONOZCAN LAS CONDICIONES FINALES PACTADAS. CAPITAL & CORPORATE HA ANALIZADO CÓMO HAN REACCIONADO LOS INVERSORES Y LAS EMPRESAS AL REFERÉNDUM DE LA MANO DE NORGESTIÓN Y DE LOS SOCIOS DE SU ALIANZA INTERNACIONAL, MERGERS ALLIANCE (MA), LA ASOCIACIÓN GLOBAL DE FIRMAS ESPECIALISTAS EN CORPORATE FINANCE QUE HA CELEBRADO UNA NUEVA CONFERENCIA BIANUAL EN MADRID.

Norgestión, socio fundador e impulsor de Mergers Alliance (MA), la estructura internacional de firmas especialistas en corporate finance creada en 2001- acaba de celebrar una nueva conferencia bianual en Madrid bajo el título “Oportunidades transnacionales tras la crisis”. Los más de 60 socios han debatido sobre el enfoque internacional que las compañías aplican a la hora de definir sus estrategias de desarrollo de negocio. Desde la fundación del partnership, la firma ha apostado por mantener una relación y vinculación personales entre los países miembros. “Es básico llegar a disponer de un nivel de confianza alto para incorporar a

nuestros socios a los equipos de trabajo y que se interrelacionen con nuestros clientes", explica **Igor Gorostiaga, Socio de Norgestión y miembro del Consejo de MA**. En palabras de **Luis Lizárraga, Presidente de Norgestión**, "las firmas son cada vez más globales. En un mundo hiperconectado es necesario tener una visión que permita crear alianzas y sinergias y que los servicios de los asesores abarquen todas las necesidades e intereses de las firmas. La conferencia bianual de Mergers Alliance es una ocasión única para crear estos lazos y orientarnos al cliente".

BALANCE POSITIVO

La confianza a la que alude Lizárraga se genera cuando todas las partes reconocen obtener beneficios con la relación, a veces materializados en operaciones. En 2017, Mergers Alliance ha completado cerca de 100 transacciones valoradas en unos €4.500M. Sólo en Europa, el balance son 60 deals con un valor conjunto de €2.942M. En su mayor parte, operaciones situadas en un deal value de entre $10M y $200M. A veces, la sinergia puede consistir en compartir conocimientos para beneficiar a su socio, poner en común experiencias en transacciones, información y documentación, así como prestar apoyo en presentaciones ante clientes. "La interrelación se realiza a través de una intranet creada "ad-hoc" por y para nosotros, en la que guardamos y compartimos las oportunidades. Todos los socios tenemos la obligación -autoimpuesta- de dar respuesta a las solicitudes realizadas por todos los miembros", matiza **Gorostiaga.** Estos dos ejes, conocimiento local y sectorial, están en el ADN de Mergers Alliance. Precisamente, una de las herramientas clave de trabajo han sido los llamados "sector teams", equipos reducidos creados para compartir oportunidades, tendencias sectoriales, información sobre inversores, etc. que contribuyen a generar oportunidades de negocio. "En una actividad de servicios como ésta, la internacionalización únicamente puede desarrollarse combinando un conocimiento profundo de la realidad local y de la actividad y/o sector de nuestros clientes. Actualmente, somos 19 firmas socias con presencia en más de 25 países y más de 300 profesionales", explica el Socio de Norgestión. Desde 2010, los socios de MA han cerrado conjuntamente más 700 operaciones por un valor total de casi $32.000M.

C&C

Estrechando lazos hispano-británicos

Tanto Opus Corporate Finance como Norgestión confían en que las relaciones hispano-británicas sigan siendo altamente productivas. Buena prueba de ello son los deals bilaterales en marcha y la amplia variedad de oportunidades de alta calidad presentes en el pipeline actual.

Nigel McNelly, Partner de Opus Corporate Finance e Igor Gorostiaga, Socio de NORGESTION y miembro del Consejo de Mergers Alliance

Energías renovables, industria, servicios financieros, aeropuertos, aerolíneas, ocio, moda... son sólo algunos de los sectores donde Reino Unido y España ven mayores oportunidades para potenciales deals. De hecho, las conversaciones recientes se han centrado en negocios como el ferroviario y el aeroespacial. Ésta es la mejor prueba de que el Brexit no ha paralizado el M&A entre ambos países, que tienen una fecha grabada a fuego en el calendario: el 29 de marzo de 2019. El Gobierno de la debilitada Theresa May repite hasta la saciedad que, ese día, el Reino Unido abandonará oficialmente la UE. Pero lo cierto es que todavía no se sabe cuál será la futura relación económica, comercial y humana de Reino Unido con el resto del continente a partir de la ejecución del Brexit. Según recientes encuestas como la realizada por EY, alrededor del 60% de las empresas británicas planean realizar adquisiciones a lo largo de 2018, lo que supone un aumento de nueve puntos porcentuales desde abril de 2017. "Estamos ante una "phoney war", explica a C&C **Nigel McNelly, Partner de Opus Corporate Finance.** "Hay una gran incertidumbre sobre la unión aduanera y el futuro de las relaciones entre Reino Unido y Europa. El principal desafío es la relación post-Brexit combinada con altos niveles de incertidumbre política. Hasta ahora, la actividad económica ha resistido gracias a una fuerte economía global y al beneficio relativo derivado de la depreciación de la libra esterlina. Hay mucha liquidez y un bajo coste de capital para el private equity y los grupos industriales. Firmas internacionales que llevan años tras objetivos estratégicos en Reino Unido podrían comprarlos ahora a valoraciones más atractivas".

La City

Los analistas y banqueros de inversión de la City londinense esperaban que la depreciación de la libra posterior al referéndum generara un aluvión de fusiones y adquisiciones. La realidad es que el valor de las transacciones entrantes en Reino Unido ha aumentado a $11.000M y 133 acuerdos en el último trimestre de 2017, desde los $67.000M y 177 acuerdos del primer trimestre de este año. De todas las ofertas públicas de adquisición de empresas públicas realizadas el año pasado, el 63% provino del extranjero y, de ellas, el 25% tuvieron su origen en Norteamérica. Los compradores corporativos internacionales están especialmente activos en sectores como Media (Sky), Technology (Arm) y Pharma (Shire). "No hemos notado cambios significativos en la actividad de M&A con Reino Unido. Por ejemplo, el número de fondos de deuda operando en España se ha incrementado, pero creemos que este hecho es independiente de la realidad del Brexit", comenta **Gorostiaga**. El número de inversiones de empresas británicas en España también se ha incrementado. "Históricamente, Reino Unido ha sido uno de los principales orígenes de los inversores que llegan a España. Evidentemente, la ubicación de los principales fondos en Londres tiene mucho que ver. Seguimos recibiendo contactos y solicitudes de oportunidades de inversión por parte de fondos localizados allí", añade. A juicio del Socio de Norgestión los precios tampoco han sufrido grandes variaciones por el efecto Brexit. Para nosotros, comenta, "el Reino Unido es una geografía muy importante. Actualmente, estamos trabajando en dos proyectos concretos de inversión. Como mercado, el M&A del Reino Unido es una referencia por su evolución y sofisticación, superiores a las de otros países europeos". En cualquier caso, aunque todavía queda un año para que el Brexit haga definitivamente acto de presencia, todavía no está claro si estamos ante un proceso irreversible, ni se conocen los efectos que tendrá la futura salida programada ¿Brexit duro o blando? El tiempo dirá.

> "La filosofía de MA se basa en desarrollar y mantener relaciones de calidad con las mejores firmas independientes de corporate finance del mid-market en enclaves estratégicos"

Stas Michael, Consejero Delegado de Mergers Alliance

➜ ¿Es buen momento para crecer vía nuevos mercados? ¿Dónde están las mejores oportunidades? El cuarto Foro Accenture Strategy M&A, dirigido a fondos de private equity e industriales de todos los sectores, sirvió de base para analizar experiencias reales de deals transfronterizos y para debatir las estrategias, riesgos y best practices en este tipo de procesos en los que EE.UU. e India se posicionan como dos de los destinos más atractivos.

Operaciones cross border: estrategias, riesgos y best practices

No hay futuro sin globalización. Las operaciones cross border se intensifican como trampolín hacia la expansión global. La mayoría de las empresas españolas han dado ya el salto al exterior. Un fenómeno al que se suma la creciente llegada de inversión extranjera a España. El encuentro sobre "Cross Border M&A Transactions: Estrategias, sinergias, riesgos y best practices de las Operaciones Transfronterizas" celebrado por Accenture Strategy M&A y Capital & Corporate en el Hotel Orfila de Madrid, analizó experiencias y resultados reales en estos procesos. En la bienvenida al evento, **Francisco Javier Garzón Morales, CEO del ICEX,** confirmó el momento dulce del mercado español: "Los datos récord en exportaciones muestran una economía cada vez más abierta, dinámica y con una fortaleza exterior importante, confirmando la competitividad de nuestras empresas. Estamos de enhorabuena pero queda mucho trabajo por delante" ¿Cuál es el principal destino de las inversiones? Las posibilidades son infinitas, pero el objetivo es doble: crecimiento y diversificación de riesgos.

¿Dónde invertir?

Con un ritmo inversor anual de unos 900 millones de euros, **Acciona** tiene el foco puesto en crecer, tras una fase post regulatoria donde tuvo que reducir apalancamiento y aminorar el peso de España en su cartera. La compañía española ha entrado en México, Chile y Sudáfrica en proyectos de renovables y el año pasado consolidó su presencia en Australia con una adquisición: Geotech. "Es una empresa familiar, cuyos directivos han reinvertido con nosotros y mantienen una participación en el capital", explica **Raimundo Fernández-Cuesta Laborde, Director de M&A de Acciona.** "Queríamos profundizar en el mercado australiano, donde las barreras de entrada y el expertise global de Acciona nos permiten ser competitivos en los grandes proyectos de infraestructuras".

Las compañías españolas con una posición financiera cómoda están aprovechando el momento de liquidez para realizar operaciones cross border en condiciones atractivas. Es el caso de **Cellnex Telecom** y de **Grupo Barceló**. **Tobias Matthias Schwender, Head de M&A de Cellnex Telecom,** define al grupo, que dio el salto al Ibex 35 el año pasado, como un "gestor neutro" de torres de telefonía móvil. Desde su exitosa OPV, el nuevo líder europeo ha experimentado un crecimiento importante vía M&A. "En los últimos cuatro años, hemos invertido €3.000M y vemos mucho potencial de crecimiento en Europa, aumentando y consolidando el portfolio de redes mediante la compra de competidores".

Sin complejos

Otra empresa familiar emprendedora y con ganas de crecer es **Grupo Barceló**. como explica **Vicente Fenollar Molina, Director General Económico-Financiero de Grupo Barceló.** "Tenemos capacidad financiera para invertir allí donde encontremos buenos proyectos y estamos abiertos a entrar en nuevos mercados como el Pacífico, Zanzíbar o Asia. Hasta ahora, hemos invertido mucho en México y República Dominicana", comenta el responsable de la cadena hotelera española. Apax Partners, dueño de Idealista e

Invent Farma en España, matiza que "se puede invertir en EE.UU. desde cualquier punto del planeta, pero es muy difícil entrar en otros países como China sin una oficina o un partner local", advierte Menjíbar. Una de sus últimas operaciones cross border más complejas ha sido la compra de la estadounidense Syneron Candela por Apax Partners en 2017. "Un tercio de los revenues de la firma de tecnología médico-estética proceden de Asia, otro de Europa y, el resto, de EE.UU. Además, la compañía cotiza en el Nasdaq y está presente en 90 países", añade. Aunque han invertido mucho en España, tanto **Apax** como **Permira** ven el mundo de forma global. "Somos agnósticos geográficamente", explica **Pedro López de Guzmán, Director General de Permira.** "Nuestro enfoque pasa por la especialización sectorial y por poner un énfasis profundo en la creación de valor. En un entorno de precios al alza, gran parte del éxito reside en comprar compañías complementarias e integrarlas", añade.

Inversión ajustada al riesgo

Toda operación cross border tiene tres momentos críticos: la fase pre-deal, donde se define la estrategia y se identifica el objetivo de la inversión; una segunda fase, en la que se analizan la compañía objetivo y los riesgos asociados a la inversión, la propia negociación y cierre y la fase post-deal, que incluye la integración. "Para nosotros, la due diligence es clave y, en general, preferimos un proceso bilateral a uno competitivo", comenta **Tobias Matthias**. En un entorno como el actual, de precios y múltiplos al alza, para Acciona la clave es encontrar el proyecto adecuado: "En la due diligence, recurrimos a asesores legales externos, pero la negociación y ejecución preferimos hacerla con equipo interno", matiza **Vicente Fenollar**. Por su parte, **Pedro López de Guzmán, Director General de Permira**, lo tiene claro: "todas las fases del proceso son importantes, pero lo fundamental es tener claro el racional del deal: para qué compras y quién lidera cada fase del proceso. Tampoco hay que obviar el riesgo de choque cultural". Así pues, la actividad corporativa transfronteriza está en auge, animada por el mayor volumen y variedad de las transacciones transfronterizas. España ha experimentado una suerte de transición como destino receptor a emisor y tanto los fondos como las empresas necesitan continuar su agenda de adquisiciones en el exterior para aumentar su dimensión internacional.

C&C

En busca de oportunidades con un riesgo-retorno atractivo

Las operaciones cross-border son cada vez más habituales y complejas por lo que, a la hora de diseñar y ejecutar inversiones y procesos de alcance global, es necesario contar con expertos capaces de identificar al potencial inversor/ empresa objetivo, analizar todos los aspectos y riesgos asociados al deal y apoyar en la post-adquisición e integración. Sin duda, es la mejor garantía para una rápida ejecución y para poder acometer con éxito este tipo de procesos.

¿En qué fases de una operación cross border interviene su equipo de Accenture Strategy M&A apoyando a las empresas y a los inversores financieros?

Efráin Olalla: Nuestra intervención se produce en las tres fases críticas del proceso transaccional. En el pre-deal, ayudamos al cliente a definir la estrategia de M&A fuera de España e identificamos a los potenciales targets, para lo que nos apalancamos en nuestra red global, fundamentalmente en aquellos mercados donde estamos más activos: EE.UU., Europa continental y Latinoamérica. Tener clara la estrategia es el primer paso para identificar el target correcto. En la segunda fase de análisis, apoyamos en la due diligence estratégica, operativa y tecnológica con equipos especializados y expertos internacionales y, en la fase final post closing, ayudamos en la integración y en la generación de la nueva cultura corporativa de la multinacional, también apoyándonos en la red global y en nuestros equipos locales. En este sentido, el expertise de Accenture Strategy M&A en las distintas fases del proceso enriquece los servicios tradicionales de advisory que ofrecen otras firmas y supone una ventaja competitiva importante.

En general, las transacciones cross border implican un mayor riesgo ¿Qué fase del proceso resulta más crítica?

EO: En realidad, las tres fases son críticas para el éxito final. Las transacciones transfronterizas son operaciones complejas que requieren de equipos dedicados, con experiencia en M&A y con conocimiento del negocio para poder acometer con éxito los procesos. Son deals atractivos, que tienen asociado un mayor retorno y beneficio y suponen una gran oportunidad para generar valor, pero también implican mayores riesgos, por lo que nuestros clientes necesitan un partner que los acompañe, apoye y aporte una visión de profundidad al proceso. Sin duda, la fase inicial, de definición de la estrategia e identificación de los potenciales targets, es clave, no te puedes equivocar, pero también resulta esencial la fase de análisis. Es decir, una vez seleccionada la compañía objetivo, es necesario contar con un equipo capaz de evaluar y analizar los distintos aspectos fundamentales de la due diligence. Hay que tener muy claro quién lidera el proyecto en cada momento, así como los riesgos regulatorios y de divisa asociados a cada operación. Y, en la fase post-deal, una vez llega el día D, cuando sales de la notaría, es cuando realmente empieza el momento de la verdad porque hay que crear una multinaicional y ponerla en marcha. En esta fase es muy importante mantener la velocidad durante los 100 primeros días y focalizar a los equipos de integración en lograr las sinergias de costes esperadas.

¿En qué países están acompañando a sus clientes en su crecimiento?

EO: Si tuviéramos que situar en el mapa los dos destinos más atractivos para las empresas españolas en 2018, nuestras apuestas serían EE.UU. e India. Aunque pueda resultar sorprendente, el mercado donde estamos realizando más operaciones es EE.UU, animado por su gran tamaño, crecimiento económico estable, control sobre variables macroeconómicas -como la inflación o tipos de interés- y la reciente reforma fiscal. India, tras registrar deals por valor de $54.700M en 2017, ha comenzado el año con fuerza. Además, su potencial como destino de inversiones queda reforzado con su previsión de crecimiento futuro para 2018, estimado en un 7,4% por el FMI. Otros factores favorables son su cultura anglosajona, que reduce el choque cultural, y su interés en el comercio exterior. Y, por supuesto, evidentemente, Europa Continental y Latinoamérica.

¿Están más activos con los corporates o con los fondos?

EO: Estamos trabajando tanto con grandes corporaciones como con el private equity. Los primeros son los que más demandan nuestros servicios para sus operaciones transfronterizas pero los fondos tampoco cierran deals sin que exista un componente internacional. La realidad actual nos lleva a competir en mercados cada vez más globalizados, por lo que la demanda de estos servicios es creciente. De hecho, en el Foro hemos comprobado cómo la estrategia de asset allocation y el enfoque de inversión de Permira y Apax son totalmente globales.

Efraín Olalla, **Iberia Lead Accenture Strategy M&A.**

La inversión extranjera acelera el ritmo de las infraestructuras de transporte

Las infraestructuras vuelven a ser las protagonistas de la inversión extranjera. El crecimiento de la economía y el exceso de liquidez generan oportunidades interesantes especialmente en el segmento de carreteras, gracias a dos licitaciones puestas en marcha por el anterior Gobierno de Rajoy: el PIC y la privatización de las radiales. En el mercado secundario, la guerra de OPAs por Abertis y el interés despertado por OHL Concesiones han puesto todas las miradas sobre el sector.

El mercado español asiste al despertar de las infraestructuras de transporte. Tras años de incertidumbre y una recuperación que los inversores extranjeros tomaron con cautela, el sector se encuentra en un momento dulce, impulsado por el interés desatado por las licitaciones puestas en marcha por el anterior Gobierno de Rajoy en los últimos meses y operaciones mediáticas en el mercado secundario como la compra de Abertis por ACS y Atlantia (€18.183M) y la de OHL Concesiones por IFM Investors (€2.775M). "Sin duda, el pipeline de deals es prometedor. Tras años de recesión inversora y restricciones presupuestarias en los que las concesionarias españolas han tenido que centrar la mayoría de sus intereses en licitaciones fuera de nuestro país con un éxito rotundo, la apuesta del anterior Gobierno por impulsar el sector, en un momento en el que la economía sigue creciendo, ha permitido que las infraestructuras españolas vuelvan a estar en el foco de los grandes inversores nacionales e internacionales", comenta **Rodrigo Berasategui, Socio de Financiero y Bancario de Watson Farley & Williams (WFW)**. En opinión de **Enrique Fuentes, Senior Advisor Infrastructure & Real Assets de Stepstone Global**, esta revitalización de la licitación de proyectos greenfield es muy positiva, pues no solo va a generar oportunidades hoy, sino también a futuro, en el mercado secundario. Además, la estabilidad económica ha permitido la rotación de activos maduros, permitiendo a las compañías españolas sacar provecho del renovado interés por España para realizar desinversiones de relevancia. "Vemos una creciente monetización de activos de infraestructuras por parte de industriales, que ven en la venta total o parcial de activos operativos que están en su balance una fórmula de financiación de su negocio. Aunque muchos activos de transporte y PPPs en manos de constructoras ya han cambiado de manos, otros industriales están adoptando este modelo", señala **Fuentes**. En el mercado secundario, las grandes operaciones seguirán siendo casos singulares y no implicarán necesariamente un incremento en el deal flow futuro. "Creemos que continuarán produciéndose transacciones de tamaño pequeño y medio con un ritmo pausado, como ha ocurrido en los últimos años, con algunos casos destacados como la Autovía del Camino o Auvisa", considera **José Antonio Labarra, CEO de Roadis.** En lo que nueva obra pública se refiere, los expertos destacaban el impacto de dos proyectos muy relevantes, la privatización de las radiales y el Plan Extraordinario de Inversión en Carreteras (PIC), en sus predicciones antes del cambio de Gobierno. "El proceso de licitación de las autopistas radiales que quebraron durante la crisis, ha despertado un gran interés entre compañías nacionales y los fondos internacionales", apunta **Luis Alonso, Socio de Corporate de Clifford Chance España**. Llama la atención como fondos con importante presencia internacional están dispuestos a participar de forma activa, pese a que el subyacente del proceso sean activos que han terminado en default y posterior concurso de acreedores por circunstancias conocidas. Así, el gran número de consorcios constituidos para acudir al esperado PIC es solo una muestra de las oportunidades que el sector puede ofrecer en el medio plazo. Con todo, **Berasategui** afirma que los sponsors nacionales y los fondos de equity y deuda se muestran cautos hasta la aprobación definitiva de los pliegos: "Es importante comprobar que se haya tomado nota de los errores del pasado, los nuevos proyectos se fundamentan en una planificación más realista y exhaustiva y se han incorporado las demandas exigidas desde la experiencia reciente, como la exclusión del riesgo de tráfico mediante el establecimiento de un sistema de pago por disponibilidad, el acotamiento del

riesgo expropiatorio en el PIC o el aislamiento entre los procesos de relicitación de las autopistas en concurso y el pago de terminación anticipada (RPA) que el rescate de dichas autopistas implica".

Las autopistas, en alza

Por su propia idiosincrasia, tradicionalmente, el segmento de carreteras ha sido el más relevante en el mercado español. Desde su origen, el sector privado ha participado a través de grupos concesionales, a diferencia de países como Italia, Portugal o Francia, en los que se optó por la creación de operadores nacionales. "Posteriormente, las constructoras, muchas de las cuales participaron en las primeras concesiones, siguieron participando en el sector, tanto en autopistas de peaje como en PPPs, dando lugar a un importante mercado secundario en el que dieron entrada en el capital o vendieron sus proyectos a inversores institucionales", comenta **Fuentes**. A todo esto, hay que añadir que "el tamaño del parque automovilístico y las distancias de viaje del territorio español convierten a carreteras y autopistas en activos con alto potencial de crecimiento, lo que se traduce en ratios cash yields a corto plazo y rentabilidades estables a largo plazo, lo que atrae el interés de los inversores. Se trata de atractivos plazos de contratos, volúmenes de inversión aceptables para fondos de tamaño medio y grande, y un mercado sólido y desarrollado para implementar refinanciaciones", apunta **Labarra**. Si hablamos de autopistas, su característica básica es una correlación de sus ingresos con el PIB y protección frente a la inflación mediante tarifas indexadas. Además, se trata de activos con un mayor grado de predictibilidad en los retornos que permiten garantizar en mayor medida rentabilidades en el medio y largo plazo, cuestión esencial para estos inversores que buscan en cierta medida flujos regulados a largo plazo. Por todo ello, según **Pedro Michelena, Presidente de Foro Infraestructuras**, el mayor número de deals dentro del mundo de las infraestructuras de transporte se dan en carreteras en sus dos vertientes de riesgo: autopistas de peaje y pagos por disponibilidad. "La inversión en proyectos greenfield se va movimiento hacia pagos por disponibilidad por tratarse de proyectos con riesgos más acotados". En los próximos meses, seguiremos viendo deals interesantes en el segmento a nivel ibérico. Con Itinere en el mercado en España y Brisa, en Portugal, todo hace indicar que el volumen de inversión en autopistas seguirá al alza en los próximos meses.

KPMG

El PIC y la privatización de las radiales centrarán el interés inversor en el medio plazo

Miguel Ángel Castelló, Socio en Deal Advisory de KPMG en España y **Borja Cotoner,** Director en Deal Advisory de KPMG en España

¿Dónde están las principales oportunidades en infraestructuras en España?

Miguel Ángel Castelló: Afortunadamente, nos encontramos en un momento muy distinto con respecto al de hace cuatro años en lo que a pipeline de oportunidades de infraestructuras se refiere. Las principales podemos concentrarlas en tres frentes. Por un lado, el Plan Nacional de Infraestructuras en Carreteras (PIC), que anunció el Ministerio de Fomento del anterior Gobierno, con una inversión estimada de en torno a €6.000M para los próximos tres años, ha generado un gran interés en numerosos fondos internacionales que se han agrupado con constructoras españoles para licitar conjuntamente a los concursos. Además, hay una creciente actividad del mercado secundario agilizada por la rotación de activos de las constructoras para reciclar capital, unida a la privatización de las radiales que está captando el interés de numerosos inversores internacionales debido al gran tamaño de la transacción.

Autopistas suele ser el subsector de referencia para inversores, ¿no?

Borja Cotoner: Las autopistas atraen especialmente a los inversores financieros por el significativo nivel de inversión que estos activos requieren y, por tanto, la posibilidad para inversores de comprometer mayores cantidades de capital. Por otro lado, la estabilidad de los flujos de caja, en su mayoría, muy predecibles y ligados a la inflación, se alinea con los criterios clave de los inversores. Adicionalmente, hay que tener en cuenta el extenso track record de operación y mantenimiento del parque de autopistas en España. En nuestro país, más del 80% de los activos de infraestructuras bajo la modalidad de concesión son autopistas.

¿Está habiendo mucho movimiento en aeropuertos o puertos en la actualidad?

M.A.C.: El atractivo de estas infraestructuras radica en las barreras de entrada de nuevos activos dadas las restricciones legales, técnicas, medioambientales, etc, para su desarrollo. Esto se traduce en una menor competencia y, por lo tanto, en una demanda razonablemente cautiva y estable que es muy atractiva a los inversores. En España, no ha habido mucha actividad de M&A en estos segmentos, aparte de la privatización de AENA y la venta de algunas participaciones en puertos de contenedores, pero si en Portugal, Francia o EE.UU.

¿Cuáles son los retos más relevantes para el sector de cara en el corto plazo?

B.C.: Los grandes retos para el sector en España serán la capacidad de los diferentes entes públicos de cumplir con las expectativas generadas sobre los programas de inversión y privatización de carreteras en tiempo y forma y, por otro lado, la capacidad de los fondos e instituciones de mantener un binomio equilibrado de rentabilidad/riesgo en este entorno de alta liquidez, competitividad y tipos de interés bajos.

¿Qué operaciones han cerrado recientemente?

B.C.: En el mercado ibérico, recientemente hemos asesorado a Roadis en la adquisición de las participaciones de los grupos portugueses MSF Group y Grupo Lena en Auto Estradas do Atlántico (AEA) y Auto Estradas do Litoral Oeste (AELO), que ha supuesto la entrada de Roadis en Portugal e incrementa su exposición en mercados desarrollados. Asimismo, estamos trabajando en exclusividad para un Consorcio en el PIC, analizando varias transacciones de carreteras, entre ellas, la privatización de las radiales.

¿Qué expectativas de rentabilidad tienen las inversiones en este sector?

M.A.C: En nuestra experiencia, las expectativas de rentabilidad para los accionistas varían en función de las hipótesis que se incorporan en las proyecciones. En general, se mueven entre el 7% y 9% para proyectos en operación o brownfield y entre el 8,5% y 11% para proyectos con riesgo construcción o greenfield. En cuanto a múltiplos, a diferencia de los que puede haber en private equity, para el sector infra no existen múltiplos estandarizados ya que el precio varía en gran medida por el nivel de apalancamiento de la SPV, sus características técnicas específicas y, sobre todo, el plazo remanente para finalizar el contrato de concesión.

¿Cómo están el acceso a financiación para los proyectos greenfield?

B.C.: En nuestra opinión, para proyectos nuevos bien estructurados sigue habiendo acceso a financiación competitiva. Los bancos actualmente tienen más restricciones para prestar a largo plazo y, en cambio, cada vez vemos más activos a institucionales, fondos de pensiones, aseguradoras y fondos de deuda que ofrecen largos plazos a precios competitivos.

El positivo balance de inversión en carreteras, se contrapone con la escasa actividad en otros segmentoscomo aeropuertos y puertos. Según **Jorge Ramos, Managing Director Iberia y Responsable de Infraestructuras para EMEA de Citi**, "la principal causa de esta inactividad es la propia naturaleza de la propiedad de los principales aeropuertos y puertos en España. En nuestro país, AENA ya gestiona todos los aeropuertos, por lo que, si dejamos al margen su privatización mediante la salida a bolsa hace unos años, no hay posibilidad de compraventa de activos, salvo en infraestructuras privadas menos significativas. Estos movimientos si se dan en mercados de nuestro entorno, como en el Reino Unido, donde multitud de aeropuertos tienen diferentes propietarios, lo que se traduce en muchas más transacciones por parte de inversores de infraestructuras. En puertos, sucede algo parecido en España y vemos menor nivel de actividad corporativa". **Michelena** recuerda que la inactividad no implica una falta de apetito por parte de los inversores en este tipo de activos: "siempre ha existido un gran interés de los fondos de infraestructuras y otros inversores institucionales en participar activamente en los procesos de privatización de puertos y aeropuertos por su correlación directa con el crecimiento del comercio internacional y el turismo y esperamos que ese interés continúe en el futuro". Mientras tanto, los players españoles han tenido que circunscribir sus inversiones en aeropuertos al mercado británico en los últimos años.

Competencia financiadora

En los últimos años, la tendencia en lo que a financiación se refiere ha sido refinanciar los proyectos ya adjudicados, pero el exceso de liquidez existente en el mercado y la apertura del crédito bancario han animado el cierre de importantes inversiones en brownfield. La financiación ha dejado de ser un problema, sin límites en cantidades, plazos y estructuras. La competencia entre financiadores es feroz, lo que empieza a abrir el mercado de deuda también al greenfield, que aún está muy lejos de alcanzar los niveles precrisis. Según **Fuentes**, "proyectos nuevos bien estructurados están obteniendo financiación. La refinanciación de proyectos existentes también se sigue haciendo, si bien frecuentemente vinculada a operaciones de venta más que a puros recaps (financiación para dividendo extraordinario). En general, los ratios de apalancamiento y de cobertura son algo más altos, mientras que los costes están en línea, aunque tienen un mayor margen, compensado por un menor tipo base". En lo que a fórmulas se refiere, **Arturo García-Tizón, Head Corporate Finance Iberia de BNP Paribas**, indica que "los bancos siguen siendo la principal fuente de financiación proporcionando estructuras de project finance para la construcción de infraestructura nueva y préstamos "mini perm" en grandes adquisiciones, con estructuras investment grade que permitan una posterior salida a más largo plazo en los mercados de capitales". Estamos asistiendo a un cambio de tendencia en la financiación de proyectos. "Hasta hace muy poco tiempo y salvo algunas excepciones, tanto en España como en Europa, se optaba por la financiación bancaria. Sin embargo, estamos asistiendo de forma creciente a la financiación de proyectos por parte de inversores institucionales, una vez que dichos proyectos se encuentran en fase operativa, es decir, cuando el riesgo de construcción ha desaparecido y el proyecto confirma su idoneidad", asegura **Michelena**. La ventaja de estos esquemas para los sponsors es el mayor plazo de financiación de los bonos con respecto a la financiación bancaria clásica, limitada por la normativa de ratios de capital. "Los inversores institucionales prestan a plazos más largos, de forma muy competitiva y en cierta medida están desintermediando a muchos bancos financiadores. Por eso, están marcando cada vez más las reglas del juego", añade **Ramos.**

> "Los project bonds son el instrumento que más ha evolucionado en los últimos años y que permite obtener unos términos muy favorables"

Así, **Labarra** recuerda la importancia de diferenciar entre greenfield y brownfield en temas de financiación. "Para los primeros, el mercado bancario sigue siendo la principal fuente de financiación, junto con el apoyo de la banca multilateral, fundamentalmente el BEI que sigue jugando un papel protagonista, aunque los inversores institucionales tienen cada un apetito mayor por proyectos en riesgo construcción". Una vez que entran en operación y superan la fase de "ramp-up", la emisión de project bonds se ha convertido en la opción preferida por muchos sponsors en el sector. "En términos de productos, los project bonds públicos o privados, son el instrumento que más ha evolucionado en los últimos años y que permite obtener unos términos muy favorables. La deuda subordinada/mezzanine a corto o largo plazo, con costes muy competitivos, también gracias a la aparición de inversores institucionales con interés en infraestructuras pero con retornos objetivos más elevados que lo que ofrece la deuda senior", expone **Ramos**.

Valoraciones

Con el impulso del crédito, las valoraciones de los activos también se han elevado. Aunque muchos fondos tienen como premisa mantener un nivel de endeudamiento moderado y son estrictos a la hora de valorar los activos, los procesos competitivos por los activos de calidad y la escasa oferta en greenfield, unida a alegría financiadora de los bancos, ha encarecido el cierre de muchos deals, repercutiendo sobre la rentabilidad absoluta de la inversión. "Las expectativas de retorno se han reducido considerablemente a medida que ha ido incrementando tanto la liquidez y la competencia para este tipo de activos, como la creación de equipos de inversión directa en entidades que antes solo invertían a través de fondos gestionados por terceros, al tiempo que se ha mantenido la expectativa de tipos de interés bajos a muy largo plazo", indica **García-Tizón**. Las expectativas de rentabilidad dependen de las características del sponsor y de los mecanismos de remuneración del contrato de concesión, así como de la percepción del riesgo por parte de los inversores. Puede haber diferencias asociadas al segmento, pero depende más de las peculiaridades de cada proyecto. Por eso, es difícil dar un rango de precios. "En general, en activos de infraestructura core, operativos y que permiten poca creatividad en la elaboración de proyecciones operativas y financieras, los retornos sobre el capital a los

que se están cerrando deals en España son de un solo dígito", afirma **García-Tizón**. En cuanto a múltiplos, en carreteras, si es una concesión a largo plazo suelen ser muy altos. "Simplificando, en términos de múltiplo de ebitda suelen situarse por encima del doble dígito, pero esto es el resultado de una valoración fundamental por descuento de flujos. Pensar en múltiplos resulta en una generalización porque influyen muchos aspectos como las características del contrato, los años pendientes de la concesión, la calidad crediticia de la contraparte, etc.", concluye **Ramos**. Por ello, para poner precio a un activo es importante realizar una detallada valoración cuyo cálculo dependerá de los contratos vigentes con la administración. "La forma más habitual es mediante un modelo de descuento de dividendos (DDM). Se realiza una proyección de los dividendos y de cualquier tipo de flujo de caja distribuible a los accionistas hasta el final de la vida útil de los activos o la concesión y se descuentan a la tasa de retorno objetivo que tenga el capital. Si se trata de una cartera, se realiza una valoración por la suma de partes utilizando un DDM para los activos del portafolio, teniendo en cuenta los costes de estructura de una posible sociedad holding propietaria de los mismos", comenta **García-Tizón**. En el caso de las autopistas de peaje, por ejemplo, el éxito dependerá de si las proyecciones se realizan a largo plazo y de si están basadas en hipótesis realistas. "Se trata de activos con una mayor predictibilidad en los retornos que permiten garantizar en mayor medida rentabilidades en el medio y largo plazo, cuestión esencial para los inversores", recuerda **José María Anarte, Asociado Senior de Financiero y Bancario de Watson Farley & Williams (WFW)**. Así, **Ramos** comenta la utilidad de proyectar el modelo durante los años de vida de la concesión y compararlo con estudios de tráfico que permiten establecer predicciones de ingresos muy seguras.

Estabilidad regulatoria

El mercado se caracteriza por su estrecha vinculación con el sector público. "Se trata de infraestructuras públicas gestionadas por el sector privado mediante un contrato de colaboración público-privada/contrato concesional. El proceso de colaboración no se termina con la adjudicación de la infraestructura, sino que precisamente la adjudicación marca el comienzo de dicha colaboración. Del entendimiento y la disposición al acuerdo dependerá en gran medida el éxito de la misma", señala **Michelena**. España cuenta con una dilatada experiencia en procesos de colaboración público-privada en el sector, que ha despertado un profundo interés entre las principales empresas españolas y fondos internacionales, pero el mercado es consciente de la necesidad de un modelo eficiente. "Dejando al margen algunos proyectos fallidos, el modelo concesional actual ha demostrado ser eficiente en la medida en que ha permitido el desarrollo de grandes infraestructuras en nuestro país que, de otro modo, la Administración por sí misma no hubiera podido ejecutar", opina **Luis Alonso**. A pesar de ello, **Labarra** considera que "el modelo debería actualizarse y recoger las lecciones aprendidas de los errores del pasado para mejorar su eficiencia. Debe presentarse ante la opinión pública como el formato ideal para retomar la inversión en infraestructuras sin incrementar el déficit del Estado. Tanto el Gobierno central como los autonómicos deberían plantearse su postura respecto a las concesiones y apostar por este modelo para desarrollar aquellas infraestructuras necesarias que siguen sin desarrollarse".

Otra de las variables a las que los inversores que llegan a España se enfrentan en infraestructuras es el riesgo regulatorio al que se exponen. Para **Anarte,** "nos encontramos ante un mercado muy regulado, de marcado carácter nacional pero con fundamento en muchas instituciones internacionales. Tenemos una nueva ley de contratos con vocación de aclarar las normas vigentes, otorgar una mayor seguridad jurídica y diseñar un sistema de contratación pública más eficiente, transparente e íntegro. Resulta determinante conocer la distribución de riesgos asumidos por el concesionario y por la administración, lo relativo a la modificación del contrato y reequilibrio económico de la concesión, el régimen de transmisión de acciones de la concesionaria, etc.". Según **Alonso**, para mantener el interés de los inversores internacionales es vital transmitir la percepción de ausencia de riesgo regulatorio mediante un marco jurídico estable y transparente. "Los inversores necesitan ante todo certidumbre y seguridad jurídica. Dicha necesidad se acentúa en el sector infraestructuras, que requiere inversiones muy intensas en capital que suelen obtener el retorno deseado en el medio o largo plazo. Por ello, resulta imprescindible disponer de un marco regulatorio y fiscal previsible y estable, que permita a los inversores definir y defender ante sus comités de riesgo, planes de negocio y presupuestos que habrán de mantenerse vigentes durante muchos años. De nada sirve el crecimiento si no va de la mano de un periodo de estabilidad política y, por ende, jurídica".

> "Es fundamental ofrecer una seguridad jurídica y unas normas del juego que se mantengan en el tiempo"

PRINCIPALES OPERACIONES DEL SECTOR INFRAESTRUCTURAS

AÑO	EMPRESA	COMPRADOR	VENDEDOR	% ADQUIRIDO (% ALCANZADO)	DEAL VALUE (EN €M)
2018	Abertis	Hochtief Atlantia		100% OPA	18.183
2017	Auto Estradas do Atlantico Auto Estradas do Litoral Oeste	Roadis	MSF Group Grupo Lena	50% 65%	
2017	Trados M-45	AXA APG	Ardian	50%	
2017	OHL Concesiones	IFM Investors	OHL	100%	2.775
2017	Mircom Concesiones de Infraestructuras (Infraco)	Mirova Core Infrastructure PGGM	Comsa	80%	unos 110
2017	Autovía del Camino	UBS	REEFF Infrastructure	100%	450

Fuente: Capital & Corporate.

Remei Sánchez
Legal Director
DLA PIPER

CLÁUSULAS HABITUALES DE LIMITACIÓN DE RESPONSABILIDAD EN CONTRATOS DE COMPRAVENTA DE ACCIONES O PARTICIPACIONES

Al transmitir su participación en una sociedad, el vendedor buscará limitar su responsabilidad frente al comprador. Para ello, en un escenario de responsabilidad sobre la base de declaraciones y garantías del vendedor (que puede excluir, aunque no necesariamente, la aplicación del derecho común dispositivo), se establecen habitualmente mecanismos, cuya extensión y aplicabilidad dependerán del resultado de las negociaciones y de la ausencia de mala fe del vendedor (que determinará que las limitaciones no sean aplicables). A continuación exponemos, sin ánimo exhaustivo, algunos de esos mecanismos:

A) Limitaciones cuantitativas:

- **Límite total de la responsabilidad:** pretende que el importe total de la responsabilidad no exceda una determinada cuantía agregada, fijada usualmente como un porcentaje del precio de compra.

- **De minimis:** los daños individuales por debajo de un importe no se incluirán en la determinación cuantitativa de la responsabilidad total ("como si no existieran").

- **Umbral:** los daños en exceso del de minimis (de haberse pactado éste) que, de forma agregada, no excedan un determinado umbral cuantitativo, no serán objeto de indemnización. El umbral puede operar como franquicia (se indemnizará únicamente a partir del exceso del umbral), o como límite a partir del cual el vendedor indemnizará desde el primer euro (es decir, incluyendo todo el importe del umbral una vez alcanzado éste).

B) Limitaciones temporales:
Se derogan los límites de prescripción o caducidad, sustituyéndolos por periodos habitualmente más reducidos; suelen mantenerse los periodos de prescripción legal para supuestos de responsabilidad laboral, fiscal o, en general, relativa a cuestiones de derecho público. Igualmente, suele establecerse una duración extensa en relación con responsabilidad relativa al título sobre el capital social objeto de transmisión y la capacidad del vendedor para realizar la transacción.

C) Limitación del objeto (definición de daños):
En sustitución de la definición de daños y perjuicios en derecho civil (daño emergente y lucro cesante), es común la negociación sobre su extensión. En particular, en el marco del daño limitado a incorrecciones de declaraciones y garantías del vendedor y de determinadas obligaciones contractuales, se pretenderá excluir el lucro cesante, así como otros conceptos de derecho español o incluso de derecho comparado, tales como el daño indirecto, la pérdida de oportunidad, daños punitivos o consecuenciales.

D) Otras limitaciones a la responsabilidad o a la posibilidad de reclamación:
Otras limitaciones habituales que el vendedor pretenderá incluir en el contrato son, sin limitación: (i) liberación de responsabilidad por conocimiento del comprador (ii) no resarcimiento plural por un mismo daño, incluso si supone el incumplimiento de varias declaraciones (como corolario del principio de no enriquecimiento injusto) y, en línea con lo anterior, limitación del derecho de reclamación si el daño puede reclamarse de una aseguradora u otro tercero; (iii) ausencia de responsabilidad si el daño ha sido causado por acciones u omisiones del comprador; (iv) reducción de la responsabilidad por ahorro fiscal del comprador a consecuencia del daño; (v) cambios en la legislación o en criterios administrativos posteriores a la transmisión, que generen el daño; (vi) inexistencia de responsabilidad por daños contingentes o no cuantificables; (vii) caso fortuito; o (viii) no reconocimiento del daño hasta sentencia firme al respecto. Debe puntualizarse que, independientemente de la inclusión de dichas limitaciones en los contratos, es previsible que los tribunales, en caso de conflicto, apliquen al menos algunas de ellas por corresponderse con principios de derecho común.

Casilda Redondo
Asociada del Dpto. Mercantil/
ARAOZ & RUEDA

¿CUÁLES SON LAS LIMITACIONES LEGALES APLICABLES AL AJUSTE DE PRECIO EN LOS CONTRATOS DE COMPRAVENTA DE EMPRESA Y LOS MECANISMOS MÁS UTILIZADOS EN LA PRÁCTICA?

Las empresas, al contrario que otro tipo de bienes muebles e inmuebles, se encuentran en constante movimiento, lo que complica especialmente en la práctica la determinación de su valor y, por ende, su precio. En consecuencia, uno de los pilares principales en torno al cual gira la negociación de un contrato de compraventa de participaciones/acciones es la cláusula de ajuste de precio. Es muy habitual que las partes acuerden un precio inicial que se ajustará (al alza o a la baja) dependiendo de la situación real de la compañía en el momento en que se perfecciona la compraventa y se transfiere el riesgo de vendedor a comprador. Ahora bien, es importante matizar que, a la hora de negociar una cláusula de ajuste de precio, las partes no gozan de total libertad, sino que han de atender a los límites, tanto objetivos como subjetivos, que impone la ley a este respecto.

Tal y como se desprende del artículo 1.445 del Código Civil, el precio en cualquier compraventa ha de ser determinado o determinable con base en los mecanismos previstos en el contrato correspondiente. En otras palabras, el contrato de compraventa deberá definir de forma suficiente las reglas que permitan alcanzar el importe del precio final sin necesidad de que las partes tengan que llegar a un nuevo acuerdo.

En cuanto a los mecanismos de ajuste de precio más utilizados en la práctica, cabe destacar principalmente dos: (i) el ajuste a través de las cuentas de cierre; y (ii) el esquema locked box (o precio cerrado), cuyas principales características se describen brevemente a continuación.

El ajuste de precio mediante las cuentas de cierre pivota esencialmente sobre la base de la diferencia existente entre la valoración de la empresa calculada a partir de la información financiera disponible antes y después de transmitir el negocio y riesgo a él asociado al comprador. Es decir, las partes primero pactan un precio provisional basándose en la información disponible antes de la firma de la compraventa, para posteriormente ajustarlo al alza o a la baja tras elaborar el comprador las cuentas de cierre. Queda, por tanto, a la negociación de las partes fijar en el contrato de compraventa los parámetros contables y financieros relevantes (por ejemplo, deuda financiera neta o capital circulante), cuyo cambio o evolución será determinante para llegar al precio definitivo.

Por su lado, el sistema de precio cerrado se basa en la determinación del precio a partir del valor de la empresa objetivo reflejado en un balance con fecha lo más cercana posible a la firma del contrato de compraventa. Una vez concretado y hasta la fecha de firma (o cierre, en caso de no coincidir en el tiempo), el precio permanecerá invariable, aunque el vendedor tendrá la obligación de abonar al comprador aquellas salidas de caja en beneficio de socios (o accionistas) o partes vinculadas.

Normalmente y, sin ánimo de generalizar, el sistema de precio cerrado suele beneficiar en mayor medida al vendedor, que asegura de antemano su posición, mientras que el comprador pierde la oportunidad de revisar y, en su caso, ajustar la valoración de la empresa una vez asume su control y consigue acceso directo a la correspondiente información financiera. Ahora bien, este riesgo disminuye, por ejemplo, cuando se adquieren negocios con flujos de caja estables en el tiempo.

Por otro lado, el artículo 1.449 del Código Civil prohíbe dejar la determinación del precio al arbitrio de una de las partes. Así pues, para aquellos casos en los que exista un desacuerdo entre las partes sobre el importe definitivo del precio, los contratos de compraventa cumplen con dicha disposición incorporando a su clausulado la opción de nombrar un tercero independiente, experto en la materia, encargado de resolver dichas discrepancias y con ello la fijación del precio.

Por tanto y teniendo en cuenta todo lo anterior, las partes y sus asesores habrán de estar a las características concretas de cada transacción para elegir el método de ajuste de precio que mejor se adecúe a sus intereses.

SUSCRÍBASE AL

PACK PREMIUM

Capital & Corporate

Todas las publicaciones y servicios de Capital & Corporate en un pack completo por:

450€ + IVA / AÑO

La suscripción le dará derecho a:

11 números C&C Newsletter

4 números C&C Magazine

PACK PREMIUM
Capital & Corporate

ANUARIO CAPCorp

C&C Servicios Online

Capital & Corporate Newsletter Online

Base de Datos de deals

CAPCorp /data

SUSCRÍBASE EN EL **902 902 282** o en **www.capitalcorporate.com**

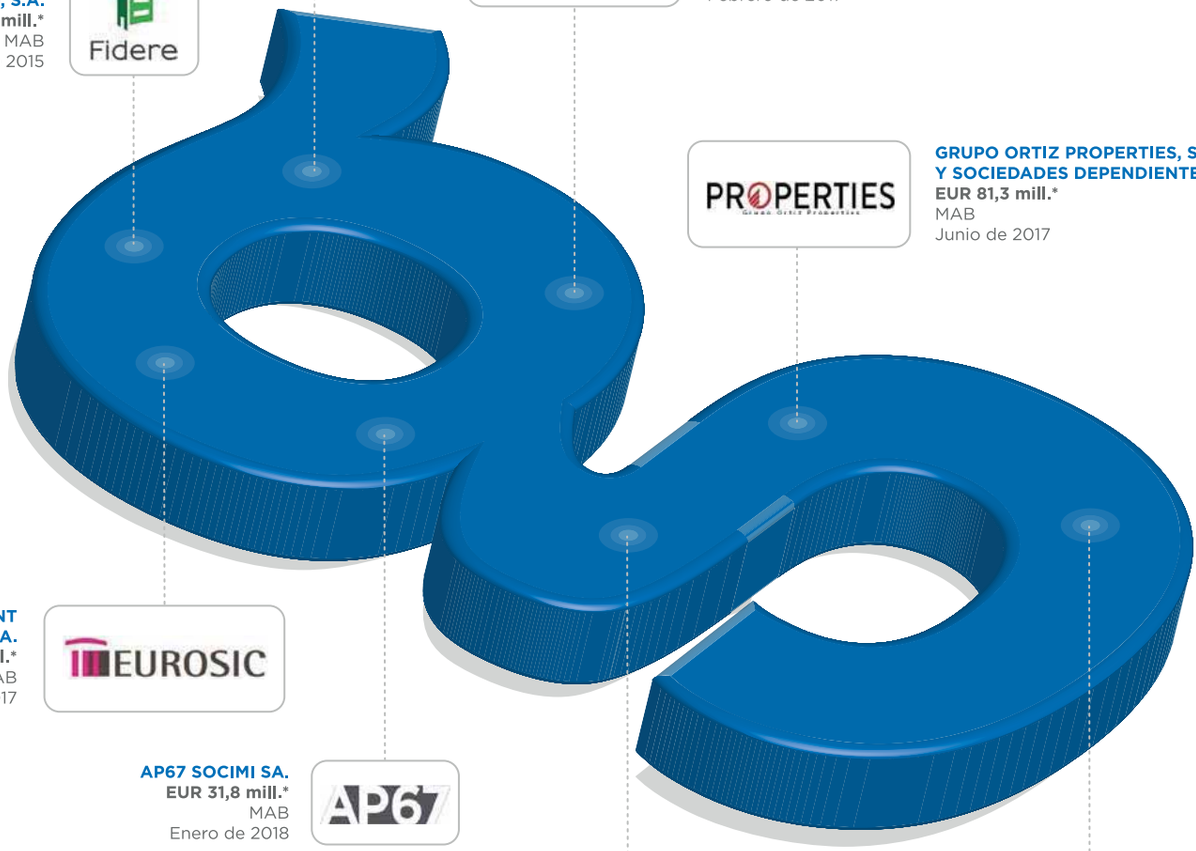
Líderes en asesoramiento y valoración de SOCIMIs

gesvalt® Consultoría y Valoración
Advisory & Valuation

HADLEY INVESTMENTS SOCIMI, S.A.
EUR 32,8 mill.*
MAB
Marzo de 2016

ALBIRANA PROPERTIES SOCIMI, S.A.U. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES
EUR 177,6 mill.*
MAB
Febrero de 2017

FIDERE PATRIMONIO SOCIMI, S.A.
EUR 223,5 mill.*
MAB
Marzo de 2015



GRUPO ORTIZ PROPERTIES, S.A.U. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES
EUR 81,3 mill.*
MAB
Junio de 2017

EUROSIC INVESTMENT SPAIN SOCIMI, S.A.
EUR 114,1 mill.*
MAB
Septiembre de 2017

AP67 SOCIMI SA.
EUR 31,8 mill.*
MAB
Enero de 2018

OPTIMUM RE SPAIN SOCIMI S.A.
EUR 66,3 mill.*
MAB
Abril de 2018

OPTIMUM III VALUE-ADDED RESIDENTIAL SOCIMI S.A.
EUR 78,3 mill.*
MAB
Abril de 2018

Madrid · London · Lisbon
Bogotá · Frankfurt · New York

gesvalt.es
+34 914 57 60 57 · gesvalt@gesvalt.es

* Valor de Mercado del Equity.