



Álvaro Mariátegui, Socio y Co-Fundador de Nazca Capital, Miguel Echevarria Munguira, Socio de Financial Advisory de Deloitte, y Borja de Parias, Principal de HIG Capital Spain.

Tras hacer los deberes en 2023, aprovechando para cuidar el portfolio y mejorar sus compañías, el sector del private equity afronta el nuevo año con mayor optimismo de cara a ver un mayor cierre de operaciones. Pese a que el gap de expectativas entre compradores y vendedores aún no se ha resuelto del todo, en especial en el middle market, la necesidad de rotar activos, la elevada liquidez que sigue habiendo en el mercado y la apuesta por cierres bilaterales augura una actividad más dinámica.

**// En este arranque de año se empieza a ver un entorno más estable y también unos tipos de interés más predecibles, ¿qué esperáis para 2024? ¿estáis viendo ya una reactivación de la actividad transaccional?**

**B.D.P.:** La realidad es que en este comienzo de año estamos empezando a percibir una mayor actividad que la que hemos visto durante el año 2023. Es verdad que la incertidumbre macroeconómica y geopolítica se ha reducido de forma sustancial, pero creemos que tiene más que ver con que muchos inversores se están encontrando de nuevo con la necesidad de tener que rotar activos. Hace 12 meses había cierta percepción de que no era el mejor momento y que merecía

se espera que los tipos vayan a bajar en un horizonte próximo, y que España es un país con unas perspectivas económicas mejores que la media europea. Y, por último, los private equity estamos teniendo soluciones mucho más creativas para seguir con la rotación de activos. Hace unos días, estaba en una conferencia donde ofrecieron un dato revelador. El 80% de los GPs prevé hacer alguna operación de secundario en los próximos 3 años frente a la media histórica del 30%, lo que sin duda anticipa mucha más actividad.

**// El entorno nos ha dejado más un mercado de compradores, con muchos fondos y empresas optando por esperar a unas**

**B.D.P.:** Sin duda. Hay varios factores que nos hacen ver un mercado más propicio por ambos lados. Por el lado del comprador se ha reducido ese grado de incertidumbre tan elevado que teníamos el año pasado. Por el lado vendedor, la clave es que las compañías han seguido con buenos resultados y evolución en un contexto en el que había volatilidad e incertidumbre en el mercado. A esto se le suma el convencimiento cada vez más generalizado entre los inversores de que vamos a ser capaces de convivir con conflictos geopolíticos y macroeconómicos que puedan afectar al contexto en el que se producen las inversiones. Todo esto hace que los vendedores se sientan respaldados para salir al mercado y que se vaya reduciendo el gap de expectativas con unos compradores que habían sido muy cautos a la espera de un mejor entorno.

## EL SECTOR APUESTA POR CIERRES BILATERALES PARA DESBLOQUEAR EL MERCADO

la pena aguantar determinados activos a la espera de unas condiciones de mercado más favorables, pero ahora muchos inversores se están encontrando con la necesidad de poner activos en el mercado para seguir con su ciclo de inversión, aunque las circunstancias no sean todavía todo lo buenas que desearían.

**A.M.:** Estamos viendo una serie de factores que empiezan a confluir y a hacernos pensar en que la actividad se está acelerando. El primero y más importante es que las compañías están consiguiendo resultados buenos, lo que es clave para que los vendedores se animen a salir al mercado y los compradores puedan tener visibilidad. En nuestro caso, por ejemplo, hemos cerrado 2023 con crecimientos de más de un 10% en todas nuestras participadas a excepción de dos que han terminado algo más planas respecto al año anterior. Y el arranque de año está siendo bueno también en este plano al igual que las perspectivas de cara a 2024. A eso le sumamos que el entorno macroeconómico va siendo más favorable,

**condiciones de mercado más favorables, sobre todo a nivel de valoraciones, ¿veis ya un entorno más propicio para que vuelva el apetito vendedor?**

**M.E.:** La tendencia que vimos el año pasado fue que los fondos optaron por centrarse más en la gestión activa de las compañías, buscando mejoras operativas y crecimiento a través de estrategias de build-up. Esto nos ha dejado, en general, mejores compañías, con unas valoraciones absolutas que se acercan más a las expectativas de valor que tenían los gestores, lo que nos hace ser optimistas de cara a ver una mayor actividad. Además, observamos también una cierta necesidad de rotación de cartera por parte de los fondos en los últimos meses, lo que nos lleva a ver un mayor apetito vendedor en el mercado, que esperamos se traduzca en un mayor número de operaciones. También está ayudando una tendencia que estamos viendo cada vez más en los últimos meses, los procesos bilaterales, que ayudan a cubrir mejor el gap de expectativas de precio entre comprador y vendedor, y por tanto a cerrar los deals, que en un proceso competitivo. La realidad es que sí estamos viendo más situaciones one to one en el mercado.

**// Uno de los puntos clave en el mercado de los últimos meses ha estado en el gap de expectativas de precio entre vendedores y compradores, ¿se ha ajustado ya lo suficiente o aún queda margen?**

**M.E.:** Sí estamos viendo a los comités de inversión más abiertos que el año pasado. Hace unos meses, los problemas de financiación y la incertidumbre tanto geopolítica como macroeconómica hacían que los comités de inversión fuesen mucho más cautos y que prefiriesen estar más centrados en cuidar los portafolios y en el management de las compañías. Sin embargo, en el tramo final de 2023 y en este arranque de 2024, estamos viendo a los comités de inversión con más alegría y ganas de hacer operaciones, por lo que pensamos que eso va a redundar en una mayor actividad en los próximos meses. Todo esto es un proceso que no se da de un día para otro, por supuesto, pero sí empezamos a percibir más ganas entre los vendedores de ajustar sus expectativas a la realidad del mercado frente a lo que planteaban hace unos meses.

**A.M.:** Depende mucho del segmento en el que te muevas. Por ejemplo, en el low middle market, con tickets de hasta €25M, la dinámica de 2023 ha sido muy sana y ya se ha ajustado el gap bastante por dos motivos principalmente. El primero es que hay menos competencia y el segundo que en consecuencia estamos viendo mayor número de procesos one to one bilaterales. Esto te permite conocer a fondo el activo y tener un diálogo más directo con el asesor del vendedor o con los propios vendedores. Sin embargo, en el middle market de operaciones de hasta €100M, donde hay una mayor competencia, no se ha ajustado lo suficiente, aunque pensamos que seguirá haciéndolo este



BORJA DE  
PARIAS

“Hace 12 meses había cierta percepción de que era mejor aguantar ciertos activos a la espera de mejores condiciones de mercado, pero ahora muchos inversores se están encontrando con la necesidad de poner activos en el mercado para seguir con su ciclo de inversión”

año. Los LPs están empezando a empujar para que haya una mayor rotación de activos para poder recibir dinero y reinvertirlo, lo que unido a un entorno macro más favorable va a permitir al vendedor conseguir llegar a sus expectativas en el mercado y al comprador tener visibilidad para llegar a ese valor. El proceso que vimos ya en el 2023 en el middle market pensamos que se producirá en el 2024 en el middle market.

**// Otro de los cambios que estamos viendo en este entorno es una creciente apuesta por los cierres bilaterales de procesos competitivos y subastas. ¿creéis que va a ser la nueva tónica en el mercado? ¿qué beneficios tiene para las partes?**

**A.M.:** En el caso de Nazca Capital siempre hemos defendido este tipo de procesos one to one porque pensamos que tienen ventajas tanto para el comprador como el vendedor. Si nos remontamos a nuestra primera operación, que hicimos de la mano con Deloitte en el año 2002, fue una operación muy compleja que de no haber sido a través de un proceso bilateral no se habría conseguido cerrar. Este tipo de procesos te dan una mayor certidumbre de cierre del deal, ya que te permite un mayor conocimiento y diálogo entre las partes, conocer mejor el activo y estructurar la operación desde el punto de vista de riesgos y oportunidades. Por el contrario, en los procesos competitivos los equipos acaban exhaustos y las compañías terminan perdiendo varios meses de actividad sin la seguridad de que la operación termine cerrándose. El gran inconveniente de los procesos bilaterales es que suelen ser procesos más lentos pero al mismo tiempo son más seguros.

**B.D.P.:** Pensamos que en el entorno actual esta va a ser sin duda la tónica en el mercado, va a ser la llave que va a permitir hacer operaciones. Lo que está por ver es si ha venido para quedarse o si volveremos en un futuro a ver un esquema con mayor peso de procesos competitivos. Los procesos bilaterales te permiten conocer mejor el negocio, tener una interacción más dinámica y abierta con el equipo gestor, ser capaz de suscribir determinados riesgos y oportunidades que en procesos de subasta tradicionales. Los beneficios son tanto para el comprador, porque le permite reducir su percepción del riesgo, como para el vendedor, ya que le permite cerrar una transacción que en el actual contexto de mercado no se podría estar cerrando mediante un proceso competitivo.

**// Hemos seguido viendo mucho apetito inversor por los activos españoles incluso a nivel internacional con la llegada de nuevos fondos de diverso perfil y procedencia. ¿Qué tiene el mercado español para seguir despertando este interés incluso en momentos complejos?**

**M.E.:** Desde Deloitte vemos cuatro factores fundamentales. El primero es que en España hay muy buenas compañías y que están muy bien gestionadas. El segundo que están operando en nichos de mercado donde son líderes pese a que en muchos casos son compañías familiares. El tercero que todavía las valoraciones en España están un poco por debajo del resto de países europeos de nuestro entorno por lo que siguen siendo atractivas para los compradores. Y, el cuarto factor, es que la competencia en el mercado español todavía es menor respecto a otros mercados. Estos cuatro factores hacen que siga habiendo inversores internacionales mirando a España y que sigamos viendo gestoras poniendo equipos en nuestro país.

**A.M.:** Sin duda estos cuatro factores son fundamentales, estoy de acuerdo, pero me gustaría añadir otros dos que para mí son muy importantes. El primero es que en los últimos 15-20 años

hemos visto una evolución brutal en la calidad de los equipos. Desde el punto de vista del management, lo que diferenciaba hasta ahora al mercado español del resto de Europa era que nuestros equipos no tenían esa capacidad de comprar compañías internacionalmente, hacer add ons y consolidación de sectores. Pero lo que ha pasado en los últimos 15-20 años es que el grado de profesionalización de los equipos gestores de compañías ha dado un salto muy importante, y eso a los inversores internacionales les da mucho confort a la hora de invertir. Y el segundo es que a los LPs internacionales les atrae mucho la fragmentación, y si analizas el tamaño medio de las empresas en España son un tercio, por ejemplo, del tamaño medio de Alemania, y con sectores muy fragmentados, lo que les ofrece una oportunidad de consolidar y hacer build ups de forma rápida. Además, también tenemos mucha empresa familiar con precios de entrada muy atractivos.

**// La incertidumbre macro y el aumento del coste del dinero ha hecho también que muchos GPs hayan reforzado su apuesta por palancas de creación de valor impulsando ambiciosos procesos de Buy & Build. ¿Seguiremos viendo un aumento de operaciones de add ons este año?**

**A.M.:** Es una estrategia fundamental sobre todo cuando el crecimiento orgánico es muy bajo, los add onns al final son la fórmula para poder hacer arbitraje de múltiplos. Es verdad que en España llevamos menos años que en otros países, pero es una estrategia que ha ido ganando terreno en los últimos años y seguirá siendo fundamental en el caso de Nazca Capital. Tenemos ahora mismo 15 compañías en el portfolio y todas ellas están buscando posibles add onns. El sector de private equity está ahora mejor preparado para acelerar este tipo de estrategias de add onns en sus participadas. Tiene mucho que ver con la calidad de los equipos. Si el equipo no está preparado las probabilidades de que salga mal son muy altas, y lo que hemos visto en los últimos años es que los equipos ya son capaces de hacer operaciones internacionales y también son capaces de consolidar sectores nacionales.

**M.E.:** Totalmente de acuerdo en que es fundamental la calidad de los equipos, pero también hay otro factor determinante que es la calidad de los gestores de private equity en España. Los fondos han tenido más tiempo y dedicación en mirar hacia dentro de las compañías y han desarrollado una estrategia que lo que está haciendo es crear valor en sus activos. En Deloitte creemos mucho en el End-to-end del M&A. Los equipos gestores de los fondos se han dado cuenta de que esto no va únicamente de apalancar una compañía y esperar cuatro o cinco años para venderla. Ese End-to-end parte desde la propia identificación de la compañía, de los nichos donde opera, luego tenemos la ejecución y estructuración de la operación, la gestión de la compañía, donde hay estrategias de Buy & Build, los planes a 100 días, la

internacionalización de los negocios, la digitalización, etc. Nosotros en Deloitte tenemos equipos a lo largo de todo el ciclo del End-to-end para trabajar tanto con el equipo directivo de las compañías como con los fondos, tanto en la estrategia de entrada como en la de salida.

**// Pese a la subida del coste del dinero hemos seguido viendo operaciones apalancadas lo que demuestra que la deuda no ha sido un problema para cerrar deals pese a lo que hubiese cabido esperar hace unos meses, ¿cómo está evolucionando el mix equity-deuda y las estructuras de las operaciones?**

**M.E.:** Creo que ha sido más un problema que han sufrido las grandes operaciones apalancadas, que tuvieron durante un tiempo concreto los mercados cerrados, y que al final es una de las razones por las que hemos visto menos operaciones en 2023. Pero no es un problema que haya sufrido tanto el middle market, donde el mercado de deuda se ha sofisticado mucho. Esto ha permitido que haya alternativas, aunque en muchos casos, más caras. Al final, la deuda más cara también dificulta el retorno de la operación, lo que también es en parte responsable del gap de precio que hemos visto en el mercado y del menor número de operaciones. Al mismo tiempo, esto ha obligado a que seamos más imaginativos en el mercado a la hora de estructurar las operaciones para que los retornos sean los adecuados en cada caso.

**B.D.P.:** En nuestro caso, no hemos visto tanto un problema de que se haya cortado la financiación sino de que se ha incrementado el coste y, efectivamente, ha tenido un impacto en los retornos y, al mismo tiempo, en la capacidad del inversor. Además, el mercado primario de deuda español ha sabido adaptarse a las circunstancias y ha incrementado su oferta con nuevas soluciones, lo que ha permitido que siempre haya alternativas para financiar. Otra cosa es que el coste no te encaje o que te hayas visto obligado a no sobre apalancar compañías cuando ves posibles riesgos latentes y quieres tener cierto margen de protección, pero financiación ha habido en el mercado.

**// Una de las notas más positivas del sector es que los niveles de dry powder siguen siendo muy elevados y que la actividad de fundraising, pese a cierta cautela inversora, ha seguido siendo muy dinámica, ¿a qué se debe? ¿seguiremos viendo esta tónica en 2024?**

**A.M.:** El interés de los inversores por el private equity como asset class sigue siendo muy importante y va a seguir siendo así. Es verdad que ha habido factores que han jugado en contra como el efecto denominador o los tipos de interés más altos, pero en general los inversores institucionales están invirtiendo en el capital riesgo de forma recurrente, tienen programas a largo plazo y eso no va a cambiar por cuestiones puntuales. Otra cosa distinta es que en los últimos 3 años hayan cambiado la forma en la que los inversores invierten y que en buena parte está favoreciendo a los grandes fondos. Por ejemplo, estamos

viendo que los LPs internacionales han reducido sustancialmente el número de relaciones, hasta un tercio en algunos casos. También estamos viendo que a muchos fondos regionales ya no los perciben como tal, sino que te comparan con fondos de Asia o Estados Unidos, cuando las dinámicas son muy diferentes. Otra tendencia que se está consolidando es que los LPs grandes están invirtiendo directamente en las compañías. Por supuesto también veo dos factores positivos. Por un lado, muchos family offices españoles han empezado a invertir de forma muy fuerte en el capital riesgo. Y, por otro lado, hay un apoyo cada vez más importante de instituciones europeas y españolas para inversiones en determinados sec-

“ Los cierres bilaterales te dan una mayor certidumbre de cierre del deal, ya que te permite un mayor conocimiento y diálogo entre las partes, conocer mejor el activo y estructurar la operación desde el punto de vista de riesgos y oportunidades ”

tores como los famosos planes de sostenibilidad y resiliencia. Esto si está apoyando mucho a private equity regionales a desarrollar sus programas de inversión.

**B.D.P.:** Sin duda la apuesta por el private equity es una tendencia que ha venido para quedarse. Los LPs lo que están buscando es un socio global que le ofrezca una variedad de productos diversificados por sectores y por geografías. El enfoque regional que podía existir históricamente ha tendido más a diluirse. En el caso de HIG Capital, nuestros LPs lo que buscan es una relación continuada y

“ Los procesos bilaterales ayudan mejor a cubrir el gap de expectativas de precio entre comprador y vendedor, y por tanto a cerrar los deals, que en un proceso competitivo. La realidad es que estamos viendo más situaciones one to one en el mercado ”



MIGUEL  
ECHEVARRIA  
MUNGUIRA

estable con la gestora y con disposición de entrar en diferentes productos según vas lanzándolos al mercado. Si que coincidimos en que antes veíamos más inversores con intereses regionales con interés en ganar posicionamiento y ahora vemos más LPs que prefieren adoptar una posición más global con menor número de gestoras. &



ÁLVARO  
MARIÁTEGUI