

Capital & Corporate

/ MAGAZINE

amadeus

ACELERA SU EXPANSIÓN CON TRAVELCLICK



FONDO A FONDO

MCH



La gestora anuncia el lanzamiento de su quinto fondo, con Eurazeo como inversor ancla, tras la venta de Talgo y Jeanologia y la compra de Palacios

PRIVATE DEBT

MV Credit



Rafael
Calvo

La firma participa en grandes LBOs en España como la compra de Pronovias por BC Partners y de Universidad Europea por Permira

ENTREVISTA

Colonial



Carmina
Ganyet

Colonial ha duplicado su valor con su apuesta por el mercado prime de oficinas y compras selectivas como las de Axiare y la francesa SFL

DOSSIER

OPAs



Las OPAs dinamizan
la Bolsa española

La fiebre compradora de 2018 se ha intensificado con ofertas como las de Parques Reunidos, Telepizza y Día que avivan el baile sobre cotizadas



tus espacios transmiten

tu MARCA tus VALORES
tu CULTURA tu IDENTIDAD
tu MOTIVACIÓN tus OBJETIVOS
tu IMAGEN

DIRECTORA

Delphine Barredo
 dbarredo@ifaes.com

**RESPONSABLE DE
 CAPITAL & CORPORATE MAGAZINE**

Rocío Casado
 rcasado@ifaes.com

EQUIPO DE REDACCIÓN

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

**Capital & Corporate**

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

© I.F. Executives, S.L.U.

Reservados todos los derechos.

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

Déposito legal: M-22710-2007

LAS COTIZADAS, EN EL PUNTO DE MIRA DE LOS FONDOS EXTRANJEROS

La gran rivalidad entre los fondos y compañías internacionales por empresas medianas españolas no cotizadas está disparando sus valoraciones. Esta circunstancia hace que aumente el número de inversores extranjeros que están analizando la opción de lanzar OPAs sobre empresas en Bolsa, donde los precios son más atractivos, al ser menos habituales los procesos competitivos.

En definitiva, los descuentos que presentan las firmas españolas, unidos al apetito de los inversores extranjeros, se convierten en un caldo de cultivo para las OPAs. En los últimos meses, empresas relevantes han pasado a manos extranjeras: NH está ahora controlada por el grupo tailandés Minor; Telepizza tiene como máximo accionista a KKR; Parques Reunidos a EQT Partners y Dia a LetterOne.

Los expertos auguran que esta tendencia se va a mantener, pero sin embargo consideran que el número de empresas con las condiciones idóneas para una OPA -tamaño medio y sin un accionista de control- en el mercado español es limitado. Euskaltel, Amadeus, Liberbank o Viscofan, por ejemplo, podrían ser potenciales objetivos de los inversores internacionales.

El auge de las OPAs es uno de los temas centrales de este número de Capital & Corporate Magazine, junto con el sectorial dedicado a las inversiones en el sector agroalimentario y a la sección Real Estate sobre el segmento logístico. Asimismo, le ofrecemos las entrevistas de Chécar Durán, Director de M&A de Amadeus, y de Carmina Gayet, Directora General Corporativa de Colonial, que nos detallan sus estrategias de inversión y de crecimiento. También descubrirá toda la actualidad de MCH Private Equity, que además de lanzar su quinto fondo ha comprado Grupo Palacios y ha desinvertido de Talgo y Jeanología.



Delphine Barredo

EN PORTADA

Amadeus acelera su expansión con Travelclickpág. 06



ANÁLISISpág. 12

El sector energético vive una auténtica transformación

FONDO A FONDOpág. 14

MCH lanza su quinto fondo y repasa sus últimas operaciones



TENDENCIASpág. 20

España se adhiere al GSG e impulsa la Inversión de Impacto



SECTORIALpág. 22

El private equity pone el foco en el sector agroalimentario



REAL ESTATEpág. 28

Mercado logístico, en primera línea de inversión

EXPERIENCIApág. 34

Colonial maximiza su valor con Axiare y SFL Colonial



DOSSIERpág. 38

El auge de las OPAs y las peculiaridades legales de estos procesos

PRIVATE DEBTpág. 46

MV Credit, presente en los últimos grandes buyouts en España

CONSULTAS LEGALESpág. 50

EN EL STATUS QUO NO AVANZAS.

Audit | Tax | Legal | Advisory

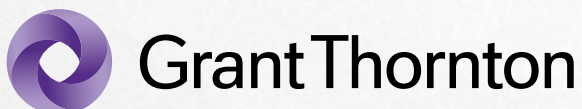


CON **Status Go™**
ACELERAS.

¿Listo para una Firma que te lleva al siguiente nivel?

Bienvenidos al Status Go.

grantthornton.es



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

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

© 2019 Grant Thornton S.L.P. - Todos los derechos reservados. "Grant Thornton" se refiere a la marca bajo la cual las firmas miembro de Grant Thornton prestan servicios de auditoría, impuestos y consultoría a sus clientes, y/o se refiere a una o más firmas miembro, según lo requiera el contexto. Grant Thornton S.L.P. es una firma miembro de Grant Thornton International Ltd (GTIL). GTIL y las firmas miembro no forman una sociedad internacional. GTIL y cada firma miembro, es una entidad legal independiente. Los servicios son prestados por las firmas miembro. GTIL no presta servicios a clientes. GTIL y sus firmas miembro no se representan ni obligan entre sí y no son responsables de los actos u omisiones de las demás.



amadeus

AÚN MÁS LÍDER TRAS LA COMPRA DE TRAVELCLICK

CHÉCAR DURÁN

DIRECTOR DE M&A
DE AMADEUS

➔ Amadeus tiene las ideas muy claras. El M&A es una pieza clave en su estrategia de crecimiento, pero no tiene sentido sin la vía orgánica. En su track record reciente destacan deals de tamaño como TravelClick, Navitaire y Newmarket, que ha combinado con pequeñas compras de nicho para reforzar su liderazgo en verticales concretos. Según Chécar Durán, Director de M&A del grupo, la búsqueda de oportunidades interesantes nunca para.

¿Cuál es la estrategia corporativa de Amadeus?

Somos un proveedor líder en soluciones de IT en el sector travel de operadores de viajes como aerolíneas, hoteles o trenes, entre otros. Hoy en día, encabezamos el segmento de aerolíneas, en el que somos líderes en distribución y en Airline IT Solutions, a través de nuestro PSS (Passenger Services System), un sistema de reservas, inventario y check in. Tras la compra de TravelClick ocupamos la segunda posición en el negocio de hospitality, y estamos en tercer lugar en el segmento de aeropuertos. Nuestro objetivo es liderar todos los verticales en los

que estamos presentes. Históricamente, lo hemos conseguido creciendo orgánicamente. Hemos sido capaces de desarrollar soluciones críticas para el funcionamiento de nuestros clientes. Primero fue el sistema Global Distribution System (GDS) para distribución, pero hemos continuado desarrollando sistemas especializados en cada vertical. Como complemento, tenemos una estrategia activa de M&A para acelerar ese crecimiento orgánico. Hemos decidido diferenciarnos de nuestros competidores en el desarrollo de productos tecnológicamente más avanzados para nuestros clientes y el mercado nos está dando el premio de la ejecución.

¿Dónde está su punto de mira ahora?

Por definición, el sector en el que operamos es geográficamente internacional. Amadeus está presente en todo el mundo, por lo que nuestra estrategia de crecimiento se centra en áreas de negocio concretas. Nuestro objetivo es crecer lo máximo posible e intentar desarrollar los verticales en los que operamos. Sin embargo, sí que es cierto que hay determinadas zonas geográficas que están a diferentes niveles de madurez en relación con el crecimiento de cada uno de los verticales. En ese sentido, también estamos centrados en desarrollar esas áreas de negocio en las regiones en las que no tenemos una posición de liderazgo para llegar a alcanzarla.

Hace unos meses, completaron la compra de TravelClick a Thoma Bravo, ¿Por qué se decidieron a dar el paso?

Nuestra estrategia en el área de hospitality ha ido orientada a replicar el éxito obtenido con las aerolíneas. Percibimos que los hoteles tenían unos sistemas de

reservas o Central Reservation Systems (CRS) muy antiguos que no les permitían enfocarse en el cliente, ofrecer ofertas personalizadas, etc. Para ayudarles, desarrollamos internamente un sistema de reservas orientado a grandes cadenas hoteleras, que representan aproximadamente un 25% del mercado, pero, dada la fragmentación del sector, el 75% restante formado por cadenas medianas y hoteles independientes no podían acceder a una solución que se adaptara a sus necesidades. En ese punto, tuvimos que elegir entre desarrollar un sistema centrado en esos clientes de menor tamaño o comprar una compañía que ya lo hubiera hecho. Aquí entró en juego TravelClick, el proveedor líder de CRS para hoteles pequeños y medianos. Su compra no sólo nos daba esa posición de liderazgo en el segmento, sino que también nos traía una serie de productos para la cartera de hospitality, business intelligence, media, etc. Además, nos aportaba talento, algo básico para nosotros, y una buena cartera de clientes. Ahora Amadeus es el segundo proveedor de tecnología en el área de hospitality, una posición obtenida a través de la adquisición de TravelClick.

Se trata de la mayor operación de su historia por volumen, ¿no?

Así es. El importe de la operación ascendió a \$1.520M (unos €1.332M). El track record de adquisiciones de Amadeus muestra cómo hemos ido creciendo y hemos sido más ambiciosos. TravelClick duplica el tamaño de la compra de Navitaire, que alcanzó los \$830M y a su vez era el doble de grande que la anterior, Newmarket International, valorada en unos \$500M. Por el camino también hemos realizado compras más pequeñas, más de nicho. No siempre hay que cerrar “megacompras”, intentamos combinar estas adquisiciones de mayor tamaño que tienen un mayor impacto en la compañía, más repercusión mediática y que nos ayudan a dar un gran salto en nuestro crecimiento y en nuestra posición con los clientes, con otras de menor tamaño, pero igual de estratégicas.

Para financiar el deal, suscribieron un préstamo bancario que un mes más tarde refinanciaron con una emisión de bonos de €1.500M muy bien acogida por el mercado, ¿Cómo se llevó a cabo?

Este es un movimiento muy típico en operaciones de M&A. Se trata de un préstamo puente que permite tener el dinero listo para cerrar el deal, sin perder la confidencialidad que supone salir al mercado a buscar ese capital. Lo

habitual es trabajar con uno o dos bancos de confianza que financian la operación durante un periodo de tiempo en el que puedes buscar una financiación más eficiente. En el caso de TravelClick, firmamos un préstamo puente para cerrar la operación y luego realizamos una emisión de bonos de €1.500M en tres tramos de €500M a 3, 5 y 8 años con distintos tipos diferenciales. Con este movimiento, conseguimos un tipo de

tras casi tres años de sequía. En su track record anterior había deals como Navitaire, Itesso, etc. ¿Por qué no estuvieron activos en ese tiempo?

No tenemos la necesidad de cerrar deals todos los años. Somos bastante prudentes y hacemos las operaciones que generan valor para la compañía, aunque estamos constantemente analizando el mercado. Si no estamos seguros de que una oportunidad sea verdaderamente in-

“ Cerramos la compra de TravelClick con una emisión de bonos de €1.500M con una sobresuscripción de 4x. Así, conseguimos un tipo de financiación 17 pbs más barato de lo previsto y detectamos el gran interés que hay por Amadeus en el mercado ”

financiación 17 pbs más barato de lo previsto inicialmente y detectamos el gran interés que hay por Amadeus en el mercado. La emisión tuvo una sobresuscripción de 4x. Es decir, pedimos financiación por €1.500M y recibimos ofertas por €6.000M. Para nosotros es un orgullo saber que el mercado está dispuesto a financiarnos.

El deal suponía la vuelta de Amadeus a la senda de las adquisiciones

teresa para nuestro negocio, no la vamos a hacer. Puede ser que estemos uno, dos, tres o varios años sin hacer deals, pero no hay que pensar que Amadeus no está activo. Para nosotros, el M&A no para y la búsqueda de oportunidades tampoco. En 2018, miramos más de 60 compañías y adquirimos TravelClick por todo lo que aportaba a Amadeus. Lo cierto es que en estos años hemos cerrado tres deals de menor tamaño que no han tenido tanta trascendencia pública.



De izda. a dcha: sentados: Agustín Díaz y Chécar Durán (M&A). De pie, Gerardo Faundez (legal), León Caro (Corporate Finance), Sarah Schwartz (legal), Oliver Pérez (Corporate Finance)



“Somos bastante prudentes y hacemos las operaciones que generan valor para la compañía, aunque analizamos constantemente el mercado. Si no estamos seguros de que una oportunidad sea interesante para nuestro negocio, no la vamos a hacer”

¿A qué operaciones se refiere?

Por un lado, compramos las participaciones de las sociedades encargadas de la red comercial de nuestro GDS en Eslovenia, Macedonia y Albania que estaban en manos de aerolíneas. Además, adquirimos el 70% de la brasileña Argo, especializada en Corporate Travel IT. En este mercado compramos hace unos años la alemana I:FAO, a través de ella somos líderes en este segmento, pero dada la fragmentación del sector hay muchos players locales interesantes que nos permiten reforzar nuestra posición. En este caso, Brasil es uno de los 10 países del mundo donde más gastos por viaje corporativo se hacen del mundo y el mayor en Latinoamérica. Por último, compramos una participación en la española Hiberus Travel IO Solutions, que ha desarrollado la tecnología más novedosa para gestionar sistemas de inventario para turoperadores, otro de nuestros verticales. Aquí tomamos inicialmente una participación minoritaria y, finalmente, adquirimos la mayoría del capital de la compañía en 2018.

Además, recientemente, se han hecho con la australiana ICM Airport Technics, ¿es un activo estratégico para Amadeus?

En los últimos ejercicios, hemos desarrollado el vertical de aeropuertos, pues considerábamos que teníamos una ventaja competitiva dada nuestra relación con las aerolíneas y con algunos gestores de operaciones de aeropuertos. Inicialmente, apostamos por la vía orgánica desarrollando un software innovador específico y, luego, compramos dos compañías UFIS y AirIT que nos ayudaron a ganar tamaño en el área. Pero lo cierto es que el negocio de aeropuertos tiene una peculiaridad: tiene tres componentes (software, hardware y self services) y cuando un aeropuerto solicita los servi-

cios de un proveedor tecnológico siempre requiere software y hardware. Nosotros ofrecíamos el software, pero teníamos que ir de la mano de un partner para los servicios de hardware. Así, localizamos a ICM que es el líder en la provisión de sistemas de Auto Bag Drop que permiten al usuario poder autogestionarse sin tener que interactuar con nadie ni perder tiempo y al aeropuerto gestionar el flujo de pasajeros de forma más ágil y rápida liberando recursos que puede emplear a otras cosas. Esta tendencia hacia el self service es creciente en todos los aeropuertos del mundo y muestra de ello es que el área crece a doble dígito. Por eso, decidimos entrar en ICM.

De cara al futuro, ¿tienen alguna adquisición en marcha? ¿Y desinversiones pendientes?

Siempre estamos analizando oportunidades. Nunca hay que dejar de seguir el mercado, porque hay muchas oportunidades que se presentan y es importante analizarlas. Para nosotros, es imprescindible identificar la oportunidad que encaje en lo que estamos buscando y que pueda generarnos valor y sinergias. Todo esto lleva su tiempo. Los proyectos de M&A tienen un periodo de duración largo, pues hay un porcentaje muy bajo de las operaciones que analizas que salen adelante, pero este proceso de búsqueda es un aprendizaje para la compañía y abre la mente a ideas nuevas. Con respecto a las desinversiones, casi todos los activos de los que teníamos que desinvertir, básicamente las posiciones que teníamos en agencias online, ya los vendimos en el pasado. Actualmente, todos los activos que tenemos son estratégicos y queremos mantenerlos.

Crecimiento inorgánico u orgánico, ¿qué vía encaja mejor con Amadeus?

El equilibrio para nosotros está en la combinación de las dos vías. Tenemos que apalancarnos en nuestras fortalezas pues uno de nuestros éxitos es que hemos sido capaces de desarrollar internamente sistemas que son críticos para nuestros clientes: aerolíneas, hoteles, agencias, etc. y que hemos sido capaces de operar de forma eficiente y segura. Sin duda, ese es uno de nuestros principales activos y no tenemos que dejar de crecer orgánicamente, pero tenemos la capacidad financiera necesaria para poder crecer vía M&A. Es importante para nosotros realizar adquisiciones que nos permitan acelerar ese crecimiento, atraer nuevas capacidades y talento, in-



Gracias a todos por hacer que CBRE
sea una de las mejores empresas para trabajar

CBRE, única empresa del sector inmobiliario del ranking "Best Workplaces España 2019"

CBRE



corporar sistemas que nos llevaría mucho tiempo desarrollar internamente, aumentar nuestra cartera de clientes, etc., pero casi siempre tiene que tener que ver con la parte orgánica.

¿Qué buscan en una compañía?

Tienen que ser compañías líderes. No hacemos operaciones de compañías con problemas (distressed), sino empresas líderes en su área de nego-

También hemos visto inversiones de Amadeus desde su fondo de Corporate Venture ¿Cómo de importante es invertir en innovación para el grupo?

La innovación está en el ADN de Amadeus. Desde el primer día, estamos enfocados en innovar. Lo hemos hecho con todos los sistemas que hemos desarrollado y también en nuestras inversiones. En 2018, nos gastamos €877M en I+D. Invertir buena parte de la caja

¿Cómo funciona esta iniciativa?

A través del fondo, tomamos pequeñas participaciones minoritarias en start ups en el sector de viajes en fases iniciales. Son inversiones con las que intentamos estar cerca del emprendedor e incluso colaborar en ellas. Una vez que tomamos una participación minoritaria, la puerta está abierta a cualquier posibilidad: desinvertir, hacer un partnership para seguir colaborando y aportando valor a la compañía, o directamente comprar una participación adicional o la totalidad de la firma. Este tipo de inversión hay que mirarla con una mentalidad muy abierta, pues el objetivo es experimentar y podemos encontrarnos con tecnologías de lo más variado e ideas muy innovadoras. Hoy en día, tenemos 12 compañías en cartera relacionadas con inteligencia artificial, Internet de las Cosas, etc. También hay otros proyectos, como Cabify, que ya no está en nuestro portafolio. Invertimos en la compañía en 2013, durante la segunda ronda de financiación que llevó a cabo. Durante la inversión, exploramos el mercado del transporte bajo demanda, mejoramos nuestra comprensión del comportamiento del usuario, lo que nos ha ayudado en nuestra estrategia para área de "transfers". También nos permitió mejorar nuestros procesos comerciales y trabajar con otros miembros del mercado más ágiles.

¿Cuáles fueron los resultados de Amadeus en el primer trimestre del año?

Tuvimos una buena evolución en el primer trimestre con niveles de crecimiento positivos en los dos negocios principales, pese a un entorno más complejo para la industria. Los ingresos aumentaron un 14,6%, hasta alcanzar los €1.409,9M, mientras que el ebitda se incrementó hasta los €599,8M (+11,3%) y el beneficio ajustado fue de €334,7M (+9,5%). La deuda financiera neta alcanzaba los €3.038,2M a 31 de marzo, 1,43x el ebitda de la compañía en el último año. Especialmente significativo fue el crecimiento del negocio de soluciones tecnológicas con unos ingresos de €570M (+31,2%). Las dos conclusiones más importantes para nosotros son que nuestro ebitda crece a doble dígito y que, en los últimos años, hemos sido capaces de tener un negocio mucho más diversificado y mucho más sólido creciendo tanto orgánicamente como vía M&A. En el corto plazo, nuestro objetivo es que el crecimiento de nuestro ebitda esté alrededor del 10%, manteniendo la senda de crecimiento que hemos tenido históricamente. Para ello, vamos a seguir invirtiendo y diferenciándonos de los demás.



“La innovación está en nuestro ADN. En 2018, nos gastamos €877M en I+D. Invertir buena parte de la caja que generamos en estar al día y generar soluciones innovadoras para la compañía es la clave del éxito de Amadeus”

cio que nos permitan generar sinergias, que tengan un alto componente tecnológico y que hayan sido capaces de desarrollar una solución de última generación. También es interesante que tengan talento o que aporten una buena cartera de clientes de prestigio, aunque también podemos comprar una compañía más pequeña. Tenemos la apertura de miras de poder hacer M&A de todo tipo. De compañías que están en una fase más inicial a otras más maduras, pero la base está en que nos traigan una tecnología innovadora.

que generamos en intentar estar siempre al día y generar soluciones innovadoras para la compañía es la clave del éxito de Amadeus. Para nosotros, el venture fund es un área de experimentación que nos permite estar presentes en un mundo cambiante en el que hay multitud de ideas de soluciones innovadoras. En ocasiones, lo complicado es ver cuál es el modelo de negocio que hay detrás de ellas, pero tenemos que estar ahí y entender qué se está haciendo en todo el mundo. Vamos allá donde hay innovación e intentamos estar con los emprendedores, ya sea en EE.UU., Israel, etc.

FINANCIACIÓN DE ADQUISICIONES DE COMPAÑÍAS PORTUGUESAS DEL MIDDLE MARKET: GUÍA MÍNIMA PARA VIAJEROS

El mercado de financiación apalancada para sponsors del middle market opera a nivel europeo, pero existen diferencias significativas de demanda y, por tanto, de condiciones por país. Éstas se derivan principalmente del riesgo de la jurisdicción, tanto a nivel contrapartida como a nivel de riesgo legal percibido por parte de los inversores extranjeros, y también del apetito de la banca local respecto a las operaciones apalancadas.

En este mercado que describimos, el caso específico de Portugal resulta especialmente relevante para los sponsors españoles al ser éste un ámbito geográfico donde están especialmente activos.

El mercado de capitales en Portugal presenta una serie de similitudes con España. Habiendo salido hace pocos años de una situación principalmente distressed, con sus correspondientes reestructuraciones bancarias y corporativas, ahora presenta una perspectiva particularmente boyante, en un país con un crecimiento del PIB cercano al 2%. Pero salvando sus similitudes con nuestro mercado, en el diseño y proceso de levantamiento de una estructura de deuda para la compra de una compañía en Portugal, o para su refinanciación, se producen una serie de circunstancias específicas que hay que tener en cuenta. En primer lugar, Portugal se caracteriza por ser un mercado regulado, donde las instituciones financieras sin establecimiento en el país (no reguladas) son gravadas con un "withholding tax" que debe retenerles la compañía financiada sobre el pago de los intereses. El efecto práctico es que el negocio financiero bancario queda principalmente circunscrito a bancos locales o internacionales con filial local, puesto que los que sufren el gravamen ven sus costes incrementados y, por tanto, son menos competitivos.

BANCOS, BONOS Y DIRECT LENDING

Portugal cuenta con una serie de bancos locales especialmente centrados en sus relaciones con clientes, las cuales dictaminan su apetito quizás más que el producto, en una relación bancaria comercial clásica. En una financiación apalancada, éstos se centran casi exclusivamente en participar en las líneas "pro-rata": (RCF y TLA principalmente), en algún caso con preferencia por "unfunded" (RCF, Línea de Capex). Y si bien no entran en TLB "bullet", pueden aceptar un TLA con un componente "balloon". Pueden, además, presentar precios altamente

competitivos. En Portugal también operan una serie de bancos españoles con filial especialmente activos en Financiación Estructurada, en ocasiones beneficiados de disponer de departamentos especializados a nivel Iberia, lo que suele llevar a un enfoque más de producto, con los correspondientes estándares.

En lo que respecta al apetito de los inversores extranjeros, particularmente de Direct Lending, podemos decir que es algo inferior a otras jurisdicciones europeas, principalmente debido a una presencia más ocasional y, por tanto, a cierto desconocimiento del mercado y de su regulación.

Específicamente para la financiación de Direct Lending, bien sea en formato Unitranche, en una estructura híbrida con bancos TLA+TLB, o bien en otro formato, los fondos evitan el "withholding tax" mediante la emisión de un bono por parte de la compañía, un instrumento que

“ La regulación de mayorías en una estructura híbrida con bancos exige un "Intercreditor Agreement" que reglamente la votación ”

escapa del requisito fiscal. El mismo funciona para un tramo de "term debt" tanto "funded" como "unfunded", que en este último caso se suscribe mediante una ampliación o emisión nueva cuando debe ser dispuesto.

El instrumento de bono funciona de una forma muy similar a un préstamo, con las decisiones cuando se requieren siendo tomadas por el sindicato de bonistas. Pero es de destacar que la regulación de mayorías en una estructura híbrida con bancos exigirá un "Intercreditor Agreement" que reglamente la votación, así como ciertos "common terms" en el caso All-Senior dado que la estructura contará con un tramo en instrumento préstamo y un tramo en instrumento bono, con dos sindicatos diferentes (fondos y bancos).



PEDRO MANEN SOLÀ-MORALES



OBSERVATORIO DE DEUDA

LEY INGLESA Y GARANTÍAS

Ocasionalmente, el Direct Lender puede desear documentar su contrato de bonos bajo ley inglesa, algo usual entre estos inversores. Esto añade complejidad a la estructura de capital, que entonces incluirá contrato(s) de préstamo bancario bajo ley local con una cláusula de "cross-default" con contrato(s) de bonos bajo ley inglesa, una regulación quizás algo menos protectora para las compañías en el caso de que se produzca un incumplimiento contractual. Independientemente de ello, el paquete de garantías estará documentado bajo ley portuguesa. Aquí se produce una diferenciación de cierta importancia entre garantías clasificadas como financieras y comerciales. Las primeras suelen constituirse sobre acciones y cuentas, y deben estar dadas a favor de instituciones financieras locales (es decir, reguladas). Las comerciales constituyen el resto de los casos, bien por tipología de activo prendado o por estar constituidas a favor de instituciones financieras no locales. La ventaja de las garantías financieras es que en caso de insolvencia de la compañía su ejecución no se detiene, lo que sí sucede en el caso de las comerciales.

Como punto adicional sobre el coste de las mismas, indicar que las garantías no firmadas de forma simultánea a la operación, derivadas de una promesa de garantía futura o similar, serán objeto de "stamp duty" existiendo cierta interpretación sobre el valor para el cálculo del mismo, bien el monto de la financiación o bien el valor estimado de dichas garantías.

Existen, desde luego, más puntos a considerar en financiaciones de adquisiciones corporativas en Portugal. En general, los mencionados no son conocidos del todo por los financiadores internacionales, que necesitan quizás beneficiarse de cierto aprendizaje que deberá desarrollarse conforme el mercado y sus operadores se propongan acceder a estructuras de capital habituales en otras jurisdicciones europeas.

EL SECTOR ENERGÉTICO ESTÁ VIVIENDO UNA TRANSFORMACIÓN SIN PRECEDENTES EN ESPAÑA, HASTA EL PUNTO DE QUE, CUANDO CONCLUYA LA PRÓXIMA DÉCADA, EL MERCADO SERÁ COMPLETAMENTE DIFERENTE A COMO LO CONOCEMOS HOY. LA TRANSICIÓN ENERGÉTICA, EL DESARROLLO DE SERVICIOS DE VALOR AÑADIDO Y TECNOLOGÍAS LIMPIAS Y EFICIENTES MARCARÁN LA AGENDA DE LOS PRÓXIMOS AÑOS, EN LOS QUE EL M&A SEGUIRÁ SIENDO UNA DE LAS PRINCIPALES PALANCAS DE CREACIÓN DE VALOR.

CARLOS FERNÁNDEZ LANDA

Socio líder de Energía en PwC España y Responsable de Energías Renovables en PwC Global. Socio Responsable de Transaction Services y Valoraciones en PwC Deals.

“Al final de la próxima década, el sector energético será completamente diferente a como lo conocemos hoy”

El sector energético siempre ha sido foco de atención y objeto de múltiples transacciones, pero está más de moda que nunca entre los inversores ¿La confianza ha vuelto definitivamente?

El sector energético está en plena transformación. Estamos al comienzo de un camino que lo cambiará profundamente tal y como lo conocemos hoy. La transición energética y la electrificación de la economía tienen mucho que ver con ese cambio profundo en el que el cliente, como consumidor de energía en sentido amplio, pasará a un primer plano. En momentos de transformación, cambios y retos, siempre hay oportunidades para la inversión y la creación de valor a través de la compraventa de activos, y los proyectos de energía son especialmente atractivos para los inversores. La reforma regulatoria del año 2013 vino provocada por el “défi-

cit de tarifa”. El desequilibrio entre costes e ingresos regulados, así como el déficit histórico, hacían la situación insostenible, pero el momento actual es muy diferente. En el pasado no se podía invertir en renovables sin algún tipo de incentivo que hiciese viable la inversión, bien fuesen certificados verdes, incentivos fiscales o “feed in tariff” como era el caso de España. Hoy hay un cambio de paradigma fundamental en el desarrollo de energías renovables basado en dos aspectos: la madurez de determinadas tecnologías (eólica on-shore y fotovoltaica), ya competitivas por sí mismas, y el empuje determinante de “transicionar” nuestro modelo energético y reducir las emisiones. Actualmente, hay unos 5GW de potencia fotovoltaica instalada en España, mientras Alemania o Reino Unido, con recursos inferiores, duplican esa cifra.

Tras la venta de Eolia, el interés ha ido en aumento, con procesos como X-Elio, Renovalia, Acciona Energía... ¿Las grandes operaciones también están transformando el sector?

En el sector eléctrico, la incertidumbre regulatoria hizo que las exigencias de retornos de las primeras transacciones tras la reforma fuesen más altas, como pueden ser algunas de las que mencionas. La percepción actual de la regulación de renovables (la que aplica los activos en funcionamiento regulados) es estable y no está en discusión, todo lo contrario. Las expectativas se han ido aclarando, de ahí que el sector pueda atraer a otro tipo de capital. Es el caso de gran parte del valor de la operación de Eolia, en cuyo portfolio hay mucho activo regulado, y el de Renovalia, que puede ser similar y parece que ya está cerrando una transacción. Los casos de

X-Elio o Fotowatio pueden tener características diferentes, ya que han centrado gran parte de su estrategia en desarrollar y estructurar proyectos y, el caso de Acciona Energía, está centrado en su portfolío internacional. Hay mucho capital de diferentes “bolsillos” mirando a toda la cadena de valor de este mercado que, además, tiene la etiqueta de “verde”, aspecto muy relevante para muchos inversores.

En este contexto, ¿la valoración de los activos es ahora más compleja?

Sin duda. Antes principalmente había que evaluar los riesgos técnicos, de recursos y el riesgo regulatorio. Ahora toma mucha más relevancia la estructuración comercial de los activos y, por lo tanto, los operadores necesitan tener un visón del mercado, de la evolución futura de los precios, el rol que jugarán disrupciones tecnológicas como el almacenamiento, el grado de penetración del coche eléctrico, etc. La estructuración comercial de los proyectos es importante y tendrá implicaciones directas en la forma de financiarlos y en el capital que logren atraer.

¿La transición energética está cambiando el entorno competitivo?

Las petroleras están entrando con fuerza en el mercado eléctrico y se ven ya como proveedores de energía en sentido amplio. De ahí la compra de la comercializadora de Viesgo y alguno de sus activos de generación por parte de Repsol, y la fuerza con la petrolera irrumpe en el mercado eléctrico o los planes anunciados por Cepsa. Además, las nuevas formas de asegurarse la compra de energía (a través de contratos de PPAs o directamente con los activos) y el desarrollo del mercado retail hacen prever a futuro IPPs/Retailers relevantes. Estamos viendo operaciones interesantes en el mercado de comercialización (Factor Energía, Audax, Podo, Hola Luz) y proyectos de IPPs con un enfoque diferente al integrar generación, comercialización y servicios de valor añadido adicionales (Capital Energy, los planes anunciados por Cobra). A modo de resumen, podríamos decir que, en vehículos regulados con la práctica totalidad de activos operativos, la entrada de fondos de pensiones puede presionar los precios al alza debido a su bajo coste de capital.

¿Dónde se centra el interés inversor?

El inversor de infraestructuras busca, en general, flujos de caja predecibles y estables a largo plazo. Sin embargo, hay muchos fondos disponibles para invertir en infraestructuras en general y en renovables en particular. Además, la financiación sigue

barata y las oportunidades de activos operativos bien estructurados no son tantas. Tras la reforma regulatoria de 2013, los retornos y múltiplos de entrada en algunos activos se podían considerar, con algunos matices, oportunistas, pero los retornos se han ajustado mucho. En este contexto, muchos inversores en infraestructuras buscan fórmulas diferentes para mejorar algo los retornos que hoy en día ofrece un proyecto en funcionamiento debidamente estructurado, y que para estos activos están en un dígito.

El sector siempre ha dado origen a mucha actividad de M&A, pero es cierto que el momento de la “nueva era” de renovables está siendo intenso...

Sin duda. El equipo de Energía hemos estado en gran número de deals del sector. Hemos visto transacciones en el middle market y otras como la de Saeta, Eolia y las que se cerrarán en el corto plazo como X Elio. En distribución de gas hemos tenido la compra de Nortegas, vendida por EDP a un consorcio liderado por JP Morgan, la venta de Redexis o la entrada

“Tras la entrada de Carlyle en Cepsa o la de GIP y CVC en Naturgy, veremos deals en distribución eléctrica como Viesgo y quizá ventas interesantes de activos de EDP”

de Allianz y CPPIB con un porcentaje minoritario en las redes de distribución de gas de Naturgy. Desde mi punto de vista, las transacciones más interesantes son la entrada de Carlyle en Cepsa o la de GIP y CVC en Naturgy, por ejemplo. En el corto plazo veremos alguna transacción en distribución eléctrica como la de Viesgo y quizás ventas de activos de EDP.

¿Habrá financiación suficiente para desarrollar tantos proyectos renovables?

Los proyectos adjudicados en las subastas se han financiado en su totalidad o están próximos a alcanzar el cierre financiero. El siguiente paso será desarrollar nuevos proyectos sin apoyo regulatorio o con riesgo Merchant (pendiente de más subastas, altamente probable). Partiendo de la base de que los PPAs -contratos de compra/venta de energía- son una opción limitada-, la financiación requerirá fórmulas más novedosas con fondos, compañías de seguros, vehículos de inversión colectiva, etc.) y completar la oferta de financiación de los bancos.

CC&



En la imagen, el equipo de Deals de Energía en PwC. Sentados, de izda. a dcha: Silvia Lucena, Socia M&A Tax, Carlos Fernández Landa, Socio Responsable de Energía, Transaction Services y Valoraciones, Alfonso Lacave, Socio de M&A. De pie: Gerardo Fdez. Martín, Director Strategy&, Carlos Sánchez Mercader, Socio de Transaction Services, David Rodríguez Villanueva, Director de Strategy&, Santiago Otero, Socio de Strategy& e Iván Sánchez Saugar, Director de Financiación de Infraestructuras y Proyectos

➔ El 2019 está siendo un año intenso para MCH Private Equity. Mientras prepara el lanzamiento de su quinto fondo, para el que cuenta con Eurazeo como inversor ancla, la gestora del mid market español ha cerrado la venta de Talgo y Jeanología, ha comprado Grupo Palacios a Carlyle y ha sido seleccionada para gestionar el Fondo de Capital Privado España-Omán, que ultima sus primeras inversiones.

UN AÑO DE LOGROS, UN AÑO DE RETOS:

"QUINTO FONDO DE €400M, ALIANZA CON EURAZEO, COMPRA DE PALACIOS Y SALIDA DE TALGO Y JEANOLOGIA"

Lanzaron su primer fondo hace más de 20 años. Muy pocas gestoras españolas han llegado hasta aquí, ¿cuándo prevén realizar el primer cierre de MCH Iberian Capital Fund V? Algunas fuentes apuntan a un tamaño objetivo de €450M...

JMM: Efectivamente, son cinco generaciones de fondos y 21 años de vida de MCH Private Equity, uno de los equipos más veteranos del mid-market nacional, que ha crecido en el último año. En total, somos ya 25 profesionales. Nuestra idea es empezar el road show después del verano para hacer un first closing antes de finales de año. Actualmente estamos acabando de invertir el Fondo IV, donde nos quedan por hacer un par de inversiones más, ya en marcha. Previsiblemente, el tamaño del fondo estará en el entorno de los €400M y nuestra base inversora seguirá siendo principalmente europea, aunque haremos un road show americano limitado. En el Fondo IV, cerrado con €350M, ya contamos con algunos inversores de EE.UU., y quizá pueda entrar

también alguno de Oriente Medio, ahora que estamos presentes allí con el Fondo de Capital Privado España-Omán.

JHS: Nuestra idea es que gran parte de los inversores pre-existentes sigan en el Fondo V. En cuanto a la base inversora española creemos que podría suponer en torno al 15%. En el cuarto fondo ese porcentaje fue superior, en torno al 25%, por el efecto del FOND-ICO Global, aunque el ICO ya ha salido tras vender su participación al resto de LPs. Todo dependerá de si hay nuevas convocatorias del ICO y de si acudimos a ellas.

Eurazeo ha comprado el 25% de MCH Private Equity y ha comprometido €100M en el Fondo V ¿La gestora gala entra como inversor ancla? ¿Cuáles son sus planes de futuro?

JMM: Hasta hace pocos años, Natixis fue el sponsor principal de nuestros fondos y echábamos de menos estar vinculados a una red internacional incorporando un socio o inversor ancla. El sector de private equity, en general, está apostando

claramente por la internacionalización y, en definitiva, regionalizándose. El desarrollo de ese mayor talante internacional puede venir por varias vías: presencia local en el exterior -muchos operadores galos están montando oficina en España- o mediante una alianza internacional. En nuestro caso, hemos optado por esta segunda vía con una gestora con un enfoque de inversión similar al nuestro.

JHS: Queremos que la internacionalización sea un rasgo diferencial en la gestora. Con la entrada de Eurazeo, dejamos -todavía no lo hemos decidido- la posibilidad de coinvertir fuera de España, abriendo el foco inversor más allá de Iberia. Eurazeo, que es dueño de la española Iberchem y antes fue socio minoritario de Desigual, ya había adquirido participaciones en otras gestoras como la estadounidense Rhône Capital y buscaba una asociación estratégica en el middle-market europeo. La alianza tiene un enfoque abierto. No sabemos si en un futuro levantaremos un fondo regional conjunto, pero nuestros planes pasan por explorar juntos coinversiones y colaborar estrechamente para beneficiarnos del conocimiento y la experiencia de cada firma en sus mercados de referencia.

¿Cómo han explicado su alianza con Eurazeo al resto de inversores del Fondo V?

JMM: Por supuesto, ambas gestoras seguimos actuando con total independencia en nuestros respectivos fondos y mercados domésticos y, efectivamente, al ser el inversor de mayor tamaño, con

“ La alianza con Eurazeo tiene un enfoque abierto a futuro. Los planes pasan por colaborar estrechamente, explorar juntos coinversiones y, quizá, levantar un fondo europeo conjunto ”

compromisos por valor de €100M, era importante que Eurazeo no tuviera derechos económicos distintos al resto. De hecho, las condiciones son las mismas que para el resto de inversores, sin acceso a ninguno de nuestros *economics* ni derechos de coinversión distintos.

Han ganado la reñida puja por Palacios compitiendo con varios fondos globales ¿Cuál ha sido su ángulo en el proceso y con cuántos LP's coinvierten en el grupo, además de Ardian?

JMM: Efectivamente, Ardian es inversor nuestro y uno de los grandes coinversores en la operación, casi al 50%. En Palacios nuestro ángulo ha sido claro: conocemos muy bien el sector, donde hemos invertido en empresas como Conservas Garavilla, Europastry o Brasmar y tenemos un vehículo especializado, Unigrains UAF, montado junto a otro de nuestros inversores, Unigrains. Con Palacios, vimos la oportunidad de participar en una operación mayor de nuestro tamaño habitual, pero que quedaba un poco en terreno de nadie. Era una inversión grande para una gestora del mid-market español y, al mismo tiempo, pequeña para los grandes fondos internacionales. Por eso, pensamos que podíamos ser uno de los candidatos finalistas si aglutinábamos en torno nuestro a inversores que aportarían un componente internacional, como Ardian y Unigrains. Por un lado, aportábamos la cercanía de ser una gestora local, con un gran conocimiento de la empresa mediana española, un equipo muy senior y muy cercano en la toma de decisiones, pero estábamos bien acompañados de inversores internacionales con capacidad de salir al exterior y de abrir puertas. Ésa era, fundamentalmente, nuestra proposición de valor como gestora y así se lo hicimos llegar al equipo directivo que, además, ya sabía lo que era tener como partner a un fondo nacional como Proa y a un internacional como Carlyle.

Entre MCH y sus coinversores, ¿tienen el 80% del capital de Palacios? La sindicación de equity ha sido importante y el multiplicador muy elevado...

JMM: Básicamente, entre MCH Fondo IV, Ardian Co-Investment, Unigrains y resto de coinversores -un total de 7-, tenemos el 80% del capital de Grupo Palacios. El equipo directivo reinvierte la mayoría del capital. En otras operaciones nuestras ya habíamos metido varios coinversores en nuestros vehículos. En cuanto a la valoración, es cierto que las empresas de cierto tamaño en sectores razonablemente resilientes están salien-



José María Muñoz y Jaime Hernández Soto,
Socios Fundadores de MCH PRIVATE EQUITY

“ El gran reto de Palacios ha sido estructurar la operación y la financiación en apenas tres semanas. La sindicación de equity ha sido importante y el multiplicador elevado, pero el gran desafío fue llegar en plazo ”

MCH PRIVATE EQUITY, DE UN VISTAZO

- Gestora veterana en la Península Ibérica, activa desde 1998 y enfocada en el middle-market.
- Desde su creación, ha asesorado 5 fondos: MCH Iberian Capital Fund I, II, III, IV y V, con un total de €850M bajo gestión.
- Además, MCH gestiona la desinversión de las compañías todavía en cartera de AC Capital Desarrollo II, un fondo (Unigrains UAF) especializado en agricultura y alimentación, y el Fondo de Capital Privado España -Omán de €200M.

do al mercado con multiplicadores muy altos. Esto es un hecho objetivo. Evidentemente, nos hubiera gustado pagar menos, pero nuestra experiencia como gestora es que, cuando nos hemos equivocado, ha sido más por no haber elegido bien el proyecto que por haber pagado un poco más o menos.

La operación valora el 100% de Palacios en unos €300M, ¿cómo han estructurado la financiación? ¿LGT entra también en el equity?

JMM: Sí, LGT participa en los tramos equity y mezzanine, complementando la financiación bancaria. En realidad, existía una estructura de financiación previamente aprobada por los vendedores en la que hicimos algunas modificaciones. La operación fue un reto significativo porque la montamos en apenas tres semanas. El gran desafío para nosotros fue llegar en plazo teniendo en cuenta que teníamos que poner más “piezas” que otros. Un fondo muy grande, aunque no tenga deuda, puede hacer el aseguramiento (underwriting) y montarla después, pero nosotros tuvimos que tener todo bien estructurado y encajado en apenas un mes.

Grupo Palacios es un buen ejemplo de tertiary buyout valorado en €240M: primero entró Proa junto a Talde y Partners Group, luego Carlyle y ahora MCH. La proliferación de estas operaciones, ¿es un síntoma de madurez del mercado?



JMM: Así es. Hace unos años, se pensaba que el negocio del capital riesgo consistía, básicamente, en comprar negocios familiares y venderlos a grupos industriales. Ése era el enfoque general. Ahora, el private equity es mucho más líquido y se va asemejando más a la Bolsa. El patrimonio de los fondos de capital riesgo no ha hecho más que crecer y el peso del private equity a nivel mundial está ganando posiciones. Por ejemplo, hace unos años era muy raro que un inversor vendiera su participación en un fondo, pero ahora este tipo de operaciones son más habituales.

¿Cambiará en algo su estrategia con su Fondo V?

JHS: Siempre hemos sido un inversor flexible en estructuras y tipos de operaciones. Hemos hecho growth capital y buyouts, mayorías, minorías. A nuestros inversores les ofrecemos hacer coinversiones en las grandes operaciones, por lo que pensamos podemos

“ Con el fondo de Omán anunciaremos las primeras inversiones este verano. El objetivo es poner el país en el mapa como foco de inversión e internacionalizar compañías españolas ”

acometer esas inversiones más grandes sin necesidad de levantar fondos de mayor tamaño. Seguimos pensando que la mayoría de las inversiones del nuevo fondo seguirán siendo tickets equity de



€20M a €50M pero eso no quita que, puntualmente, podamos hacer una operación de €200M ó €300M. En cuanto a nuestra estrategia, pensamos que la consolidación sectorial vía del build up, tanto nacional como internacional, será una opción muy clara. Creo que la labor del private equity en España resulta esencial en dos aspectos fundamentales: dar continuidad a las propias empresas, sobre todo familiares, y consolidar sectores atomizados para crear empresas de mayor tamaño que puedan competir internacionalmente.

ÚLTIMAS OPERACIONES MCH PRIVATE EQUITY

AÑO	EMPRESA	COMPRADOR	VENDEDOR	% ADQUIRIDO O VENDIDO	DEAL VALUE €M
2019	Grupo Palacios	MCH Private Equity Ardian Co-Investment Unigrains Otros coinversores	Carlyle	cerca del 80%	300
2019	Talgo	Bolsa	MCH Private Equity	9%	69
2019	Jeanologia	Carlyle MCH Private Equity (reinvierte) Equipo Directivo	MCH Private Equity (35%)	p.minoritaria	375
2019	Litalsa	MCH Private Equity Realza Capital (reinvierte)	Realza Capital	p.mayoritaria	80
2018	Altafit	MCH Private Equity	Familia Fundadora	p.mayoritaria	40
2017	Pachá Group	Trilantic MCH GPF Capital	Familia Fundadora	p.mayoritaria	350
2017	Genuine Coconut	Unigrains Iberian Capital	Socios Fundadores	p.minoritaria	unos 5
2017	Pumping Team	MCH Private Equity Nexus Iberia		p.mayoritaria	Conf.
2017	Extol	MCH Private Equity		p.minoritaria	Conf.

Fuente: Capital & Corporate

Han salido por completo de Talgo en una colocación acelerada de €69M multiplicando por 5 su inversión en términos agregados ¿Cómo valoran la inversión tras 13 años en la compañía?

JMM: MCH era accionista histórico y, efectivamente, hemos salido por completo de Talgo con la venta de la participación del 9% que manteníamos. Lo que motivó la salida es que nos vimos obligados a desinvertir, por las limitaciones temporales de nuestros fondos. En Talgo ha habido tres momentos de desinversión. En 2012, con la salida de Trilantic, no vendimos, nos quedamos y aumentamos nuestra participación con el fondo nuevo, que ya tenía 7-8 años de vida. Con la salida a Bolsa de Talgo hace tres años, todos los accionistas vendimos más o menos la mitad, el 45%. La salida de la totalidad de nuestras participaciones, tanto del Fondo II como III, se han producido por

PwC España, #1 en Deals* en 2018, por séptimo año consecutivo

Gracias a todos nuestros clientes
por confiar en nosotros.

Thomson Reuters M&A Review. Full Year 2018 Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones completadas
1	PwC	97
2	Deloitte	87
3	KPMG	53
4	EY	51
5	Morgan Stanley	15
6	Citi	15
7	Lazard	14

Mergermarket Global & Regional M&A Report, 2018- Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	73
2	Deloitte	53
3	EY	44
4	KPMG	30
5	BDO	16
6	Goldman Sachs	13
7	Rothschild	13

Dealogic M&A Ranking. Full Year 2018 Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	49
2	EY	39
3	Deloitte	32
4	Santander	19
5	Citi	15
6	JP Morgan	14

Bloomberg M&A Ranking. Full Year 2018 Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones completadas
1	PwC	71
2	EY	42
3	KPMG	32
4	Deloitte	23
5	Morgan Stanley	8
6	Goldman Sachs	6



*Fuentes: Thomson Reuters Merger & Acquisition Financial Advisory Review full year 2018 (Any Spanish Involvement Completed (AF41) and Announced (AD34), rank # of Deals per Advisor). Thomson Reuters, 2 de enero de 2019; Mergermarket Global & Regional M&A Report, 2018. Financial Advisor League Tables, 3 de enero de 2019; Dealogic M&A database. Ranking announced deals; Full year 2018 final results, 2nd January 2018; Bloomberg M&A database. Ranking completed deals; Full year 2018 final results and Global M&A Market Review, 2018, January 2019.

© 2019 PricewaterhouseCoopers, S.L. Todos los derechos reservados. "PwC" se refiere a PricewaterhouseCoopers, S.L., firma miembro de PricewaterhouseCoopers International Limited; cada una de las cuales es una entidad legal separada e independiente. www.pwc.es

“ Europastry está preparada para salir a Bolsa y la recepción del mercado ha sido muy positiva. Si finalmente no saliera, la mantendríamos en cartera ”

una cuestión de plazo: ambos vehículos estaban en período de liquidación, pero especialmente el Fondo II, donde Talgo era una operación del año 2006 y el único activo que quedaba en dicho vehículo. La venta conjunta tenía sentido, además, para evitar cualquier conflicto de interés.

La salida a Bolsa de Europastry, ¿podría tener lugar este año? MCH tiene cerca del 21% del capital...

JMM: Europastry tiene tamaño para salir a Bolsa, está preparada y la recepción del mercado ha sido muy buena.

Lo que estamos viendo es el timing, porque el mercado está como está. Para nosotros, la salida tiene sentido en la medida en que sea una buena operación para todos. Si finalmente no se produjera la salida a Bolsa, eventualmente mantendríamos la compañía en cartera. No veo probable un cambio de socios. Del Fondo III, sólo quedan en cartera Europastry y Lenitudes, un grupo portugués de salud y servicios médicos, que cuenta con una pequeña red de hospitales y de centros de radioterapia y diagnóstico por imagen.

MCH INVESTMENT STRATEGIES SE TRANSFORMA EN SOCIEDAD GESTORA DE FONDOS



Tasio del Castaño y Alejandro Sarrate, Socios Fundadores, junto al resto del equipo de MCH Investment Strategies

¿CUÁL ES EL OBJETIVO DE LA OPERACIÓN DE TRANSFORMACIÓN EN GESTORA?

Tasio del Castaño: La transformación en gestora representa la evolución natural de la firma dado el tamaño conseguido, así como las buenas perspectivas en nuevas estrategias de inversión. A día de hoy MCH Investment Strategies tiene más de €2.000M gestionados o representados, con presencia en España, Italia o Portugal. Por ello, y para seguir siendo fieles a nuestra filosofía de colaborar con los especialistas más consistentes en cada activo, hemos decidido transformarnos en gestora. El área de estrategias ilíquidas nació hace dos años con el lanzamiento de MCH Global Buyout Strategies FCR,

fondo de capital privado asesorado por Alpinvest y la previsión es continuar creciendo tanto por la vía de fondos UCIT como a través de otras estrategias ilíquidas, siempre asesorados por gestores especialistas de probada experiencia.

CON EL FONDO DE FONDOS DE PRIVATE EQUITY APUNTAN A UN SEGMENTO DE GRAN SOBRESUSCRIPCIÓN...

TdC: En 2018, lanzamos un primer fondo de €180M. Hasta ahora, habíamos comercializado

fondos de inversión tradicionales, pero Alpinvest estaba viendo que, dentro de los fondos de fondos de private equity, había un segmento por cubrir dirigido a inversores de banca privada e institucionales más cualificados. Son productos que hasta entonces no tenían distribución por parte de las instituciones financieras en España, al ser gestoras medianas situadas consistentemente en el primer cuartil de rentabilidad, un segmento de mercado de difícil acceso, dado que suelen estar sobre suscritos y, a veces, también cerrados a nuevos inversores. De esta manera, la selección de fondos la realiza Alpinvest y nosotros, como gestora española, nos encargamos de la comercialización.

Carlyle ha sustituido a MCH en la valenciana Jeanologia en una operación valorada, según fuentes del mercado, en €150M, ¿Fue una negociación bilateral? ¿MCH reinvierte y se mantiene como accionista?

JMM: Sí, ha sido una negociación bilateral con Carlyle. Hemos reinvertido y mantenemos el 20% de nuestra participación, hemos vendido el 80% de lo que teníamos, con una triple lógica: seguir acompañando al equipo; participar en el upside a futuro -ahora que la economía tiene otra escala y otros retos- y acompañar a Carlyle a medio plazo impulsando el proyecto a nivel global. Cuando una compañía va tan bien, tiene sentido buscar una solución intermedia. Jeanologia es una compañía con una trayectoria impresionante, que ha multiplicado sus resultados por seis en sólo tres años. Los vientos soplan muy a su favor. En cuanto a la valoración es un tema muy delicado.

En 2018, MCH fue seleccionada para gestionar el Fondo España-Omán de €200M ¿Tienen un buen pipeline para cerrar sus primeras inversiones?

JMM: En este caso, fue una licitación pública y nuestro enfoque es fondear, inicialmente, operaciones en minoría en empresas españolas con proyectos concretos e identificados de crecimiento internacional, con flexibilidad para poder financiar los propios proyectos y sus filiales o divisiones internacionales. El objetivo es doble: poner a Omán en el mapa como foco de inversión y, por otro lado, internacionalizar compañías españolas. Hemos identificado compañías con interés en Omán o que ven el país una plataforma para desarrollarse en Oriente Medio en sectores como turismo, logística, sanidad, agroalimentación... La previsión es anunciar las primeras inversiones este verano.

Además, MCH gestiona la cartera restante de AC Capital Premier II FCR, de €115M, ¿qué queda en el portfolio además de Vaughan?

JHS: En la cartera de AC Capital Desarrollo quedan dos participadas: las academias de inglés Vaughan y Fly, un proyecto de escuela de pilotos en Jerez donde tenemos la mayoría junto al equipo gestor, que es minoritario. Ambos procesos de venta están en marcha. Al hacernos con la gestión había cuatro participadas, de las que dos se vendieron a los pocos meses: Grupo NR Sur, que explotaba los establecimientos de Burger King en Andalucía, y la compañía de residencias geriátricas La Saeta.

Los mercados han dejado de ser locales o regionales y los competidores son ya globales. Cada vez más, la internacionalización está en el corazón de la estrategia de los fondos y los grupos industriales españoles, pero no hay que obviar los múltiples riesgos asociados a estos procesos, donde los errores se pagan muy caros. "Siempre es mejor una retirada a tiempo que una inversión precipitada", por lo que el mejor compañero de viaje ante el gran reto de la salida al exterior es contar con un asesoramiento adecuado.

El private equity está cada vez más volcado en el exterior, ¿era una de las asignaturas pendientes del sector?

Cada vez vemos más fondos españoles realizando build ups en el extranjero. Tanto los add-ons desde participadas como la implantación de filiales comerciales o productivas en el exterior forman

Santalucía, Prosegur, Veolia o Igenomix, entre otros. Dentro de estos procesos y con el ánimo de ofrecer un servicio muy enfocado sectorialmente, hemos firmado una alianza con Dextra International, un partner estratégico especializado en el sector agroquímico (protección y nutrición de cultivos), con el que ya estamos asesorando

internacional en más de 135 países...

Los equipos internacionales de Financial Advisory y de otras áreas complementarias en el soporte a la transacción nos dan una amplia cobertura para acompañar a nuestros clientes en prácticamente cualquier parte del mundo y nos sitúan en una posición muy ventajosa para el asesoramiento a los grupos y fondos es-

estructura organizativa, integración de equipos... La inversión asociada suele ser muy relevante, tanto en términos financieros como de recursos humanos y talento. Un error en cualquiera de estos dos ámbitos puede llevar al traste el plan de toda la compañía, incluso con mercados locales estables y consolidados. Por ello, es importante que se den las condiciones económicas y políticas/regulatorias pertinentes y que el asesoramiento sea el adecuado para anticipar riesgos y minimizar problemas de integración. Siempre es mejor una retirada a tiempo que una inversión precipitada.

Muchos clientes están llegando a Latinoamérica desde España...

IMPULSAR LA INTERNACIONALIZACIÓN TODAVÍA ES UN GRAN DESAFÍO PARA EMPRESAS Y FONDOS

“Tras nuestra alianza estratégica con Dextra International para asesorar en M&A al sector agroquímico, nos hemos visto sorprendidos por el dinamismo de la industria y su disposición a potenciales compraventas”

RAMÓN GALCERÁN

Socio Director de Financial Advisory
GRANT THORNTON



ya parte de la agenda estratégica de muchas empresas o fondos. Que una gestora nacional acometa una compra en el exterior sin una plataforma inicial en España es menos frecuente. Aunque existen muchas gestoras con ámbitos de inversión paneuropeos, ninguna tiene todavía su origen en España, pero estoy seguro de que lo veremos pronto.

Entre sus recientes operaciones hay varios casos de éxito de empresas medianas españolas que han creado valor vía internacionalización y consolidación sectorial...

Efectivamente, en los últimos meses hemos ayudado a muchas empresas a ejecutar adquisiciones en varios países de Europa, Latinoamérica o Asia. Clientes como

varias operaciones crossborder. Esta alianza permite a las empresas beneficiarse de una sólida estructura de profesionales en el ámbito de las finanzas corporativas y de un profundo conocimiento de la industria agroquímica a escala mundial. El nivel de especialización y de conocimiento del mercado es tan profundo que nos hemos visto sorprendidos por la cantidad de oportunidades que se están planteando. Es un sector en constante movimiento, donde los industriales han estado muy activos y hemos visto inversiones recientes realizadas por el private equity.

En el último lustro, Grant Thornton ha duplicado su tamaño en España y ha ampliado su red in-



pañoles que quieran salir al exterior. Todos estos factores hacen que, de manera recurrente, nuestros clientes nos elijan para acompañarles en sus procesos de internacionalización.

¿Cuáles son las claves del éxito de estos procesos? Ya sé que la respuesta no es sencilla...

Así es. En realidad, los motivos por los que una operación corporativa internacional tiene éxito o fracasa no son distintos a los de una transacción de ámbito local. Casi siempre pasan por aspectos relacionados con la integración del target en el grupo comprador: cultura,

Sí, y desde hace tiempo les estamos acompañando de manera recurrente tanto en la identificación y negociación de oportunidades, como en la realización de due diligence, etc. La velocidad de implantación en el país depende de varios factores, pero en cualquier caso Grant Thornton les puede ayudar desde el punto de vista del M&A (con la identificación y negociación con Targets), Transaction Support (due diligences tanto financieras, como fiscal, legal, laboral o comercial), Consultoría (con procesos de integración) o regulatorio.



ES UN CAMINO SIN RETORNO. EL ECOSISTEMA DE LA INVERSIÓN DE IMPACTO CRECE Y SE MULTIPLICA EN ESPAÑA Y, CON ÉL, LA CONCEPCIÓN BINARIA TRADICIONAL DE LA INVERSIÓN Y DE LA GESTIÓN DE CARTERAS DA PASO, POCO A POCO, AL TRINOMIO RIESGO-RENTABILIDAD-IMPACTO. AUNQUE FALTAN REFERENCIAS Y CASOS DE ÉXITO, LA RECIENTE ADHESIÓN DE ESPAÑA AL GLOBAL STEERING GROUP (GSG), CONTINUACIÓN DEL GRUPO DE TRABAJO GLOBAL PROMOVIDO POR EL G8, HA MARCADO UN HITO NACIONAL QUE COINCIDE, ADEMÁS, CON EL FUNDRAISING DE FIRMAS COMO GAWA, CREAS Y Q-IMPACT Y LA CREACIÓN DE NUEVAS GESTORAS. LA CONSOLIDACIÓN DEL SECTOR ES CUESTIÓN DE TIEMPO.

Retornos con Buen Propósito

ESPAÑA SE ADHIERE AL GSG E IMPULSA EL POTENCIAL TRANSFORMADOR DE LA INVERSIÓN DE IMPACTO



JOSÉ LUIS RUIZ DE MUNAIN
Director de Foro Impacto



PABLO VALENCIA
Socio Q-Impact



EMILIO AYANZ
Socio de Creas



AGUSTÍN VITÓRICA
Co-CEO de GAWA Capital



XAVIER PONT
Co-Founder Ship2B



SIR RONALD COHEN

MARÍA ÁNGELES LEÓN
Co-Founder Open Value Foundation



Cuando en el resto del mundo la inversión de impacto está consolidada y crece vertiginosamente, con más de \$500.000M bajo gestión, en España, como casi siempre, vamos más lentos. Reino Unido, Alemania, Francia e incluso Portugal nos superan con creces, pero es alentador ver cómo el sector avanza de manera decidida. Aunque el camino ha sido largo, el pasado 10 de junio, el Auditorio CaixaForum en Madrid era testigo de la adhesión de España al GSG gracias al esfuerzo de los “pioneros” del sector reunidos en Foro Impacto con la presencia, además, de **Sir Ronald Cohen**, considerado el padre y promotor de esta filosofía de inversión y, de Spain NAB, el Consejo Asesor Nacional que nos representará en la plataforma global. El informe “*Hacia una economía de impacto*” de **ESADE** y **Foro Impacto**, presentado ese mismo día, recoge los retos y más de 400 recomendaciones para impulsar el sector en España. La incorporación debería servir para multiplicar la inversión e impulsar a los distintos actores -empresarios, inversores, administraciones, oferentes de capital, demandantes de recursos e intermediarios- implicados.

CAPITAL PACIENTE Y CON CORAZÓN

La primera cuestión es definir qué diferencias hay entre inversión responsable (ISR), sostenible (ESG) y de impacto. No es asunto baladí. En la inversión de impacto “no hay rentabilidad financiera sin retorno social o medioambiental, y viceversa. No es filantropía, pero tampoco es inversión financiera sin más, va mucho más allá,” como explica **José Luis Ruiz de Munain, Director de Foro Impacto**. Para que un proyecto de impacto tenga éxito, hace falta combinar experiencia financiera y social. **Emilio Ayanz, Socio de Creas**, lo tiene claro. “La ISR pone el foco en evitar ciertos sectores “nocivos”, integrar estándares “ESG” -medioambientales, sociales y buen gobierno-, y, dado que suele dirigirse a empresas cotizadas, elegir a las mejores compañías de cada industria.

La Inversión de Impacto va más allá, en el sentido de que busca activamente retorno social y/o medioambiental, retorno que medimos y gestionamos. También tiende a enfocarse más en empresas pequeñas y medianas. En definitiva, le pone corazón y propósito al capital.” La inversión de impacto es compatible con toda clase de activos, tanto en fases tempranas como de crecimiento y más maduras. Hasta la creación de las primeras gestoras y fondos, las protagonistas en España han sido fundaciones, incubadoras y aceleradoras en primeras fases de desarrollo y a pequeña escala. **María Ángeles León, Cofundadora de Open Value Foundation** junto a su marido, **Francisco García Paramés**, lleva 15 años ayudando a los más necesitados con una nueva visión filantrópica que busca formas de financiación más eficientes para solucionar problemas como la pobreza en el Tercer y Primer mundo a través de inversiones, no donaciones. “Todos estos años nos han llevado a acumular experiencia y seguridad en que el modelo del capital paciente o inversión de impacto ¡funciona! Por eso, queremos contarlo y animar a otros a realizar inversiones”. La firma lanzaba el año pasado su primer fondo de impacto social con un tamaño objetivo de €50M y ya ha cerrado sus primeras inversiones en África, con un retorno de entre el 4% y el 8%.

Hacia finales de año, **Ship2B** prevé lanzar también una gestora propia y un vehículo inversor de unos €30M. En los últimos tres años, la Fundación, que trabaja para impulsar la economía de impacto, ha acelerado 65 start ups con una financiación superior a los €30M. **Xavier Pont, Co-Fundador de Ship2B**, explica sus programas de inversión y aceleración: “aportamos financiación filantrópica con corporate venturing. Unos 25 corporates participan en los Labs y se implican para generar pilotos y alianzas. Cuando las start ups están preparadas y tienen cierta tracción, participamos en la primera ronda semilla”. Ya nadie duda de que esta filosofía de inversión ha llegado a España no sólo para quedarse, sino para desarrollarse, aunque la única gran gestora nacional de activos con una división específica sigue siendo **Q-Impact**, de Qualitas Equity, nacida en 2018 y liderada por **Pablo Valencia**. “Todavía hay pocas gestoras de impacto social españolas o incorporando métricas de este tipo a su gestión de carteras”, matiza. “Es necesario que se lancen más vehículos que den liquidez al ecosistema y que extiendan tanto las inversiones con propósito como las métricas de impacto en su gestión de inversiones”. Con tres inversiones ya realizadas, **Q-Impact**

“ El trabajo conjunto del sector tras la reciente adhesión de España al GSG será clave para multiplicar el número de actores y de activos bajo gestión ”

UN VISTAZO A EUROPA:

El sector en España es aún minúsculo comparado con el tamaño de otros países europeos. En **Reino Unido**, los inversores de impacto han comprometido €5.000M y han promovido 120.000 negocios.

En **Italia**, la cifra estimada para 2020 en inversiones de impacto asciende a €3.000M. **Francia**, por su parte, ha multiplicado por 5 su volumen de inversión hasta los €1.260M. En **España**, el volumen captado por los diferentes fondos apenas supera los €90M.

está levantando un primer fondo de unos €40M y prevé hacer un primer cierre de €15M este verano. En poco tiempo, sus expectativas se están viendo superadas por el apetito inversor, como confirma también **GAWA Capital**, fundada en 2008 por **Agustín Vitórica**. Su primer fondo, distribuido por Popular Banca Privada (hoy Santander) y nacido en plena crisis, -cuando el término inversión de impacto aún no existía en España-, “ha dado una rentabilidad del 6,4% anual a sus inversores todos los años entre 2011 y 2018, una consistencia difícil de alcanzar en otros activos”. Cerca del 90% de sus inversores son privados, y en sus 23 inversiones realizadas, **GAWA** ha movilizado €73M.

Otra firma pionera con 10 años de experiencia, **Creas**, está lanzando **Creas Impacto**, el primer fondo institucional con normativa europea FESE (Fondo de Emprendimiento Social Europeo), con un tamaño objetivo de €30M y una primera inversión ya en su haber, en grupo educativo Trilema. “Ya tenemos €25M comprometidos del FEI, el ICO y un grupo relevante de family offices e inversores privados”, explica **Ayanz**. En su track record hay desinversiones como **Bluemove**, vendida a Europcar en 2016 con un múltiplo muy superior a las expectativas, y 5 empresas más en fase de salida.

BLENDED FINANCE

A este dinamismo del ecosistema nacional se suma el compromiso de grandes gestores globales de activos como **Black-**

stone, **TPG Capital** o **Partners Group**, que ya han lanzado líneas de negocio específicas de inversión de impacto. En el mundo, y especialmente en el Norte de Europa, hay fondos activos que exceden los €1.000M y multitud de casos de éxito. Algunos actores llevan más de 20 años realizando inversiones de impacto con retornos consistentes y recurrentes. Para el ecosistema de estos países y para sus inversores, está demostrado que es posible invertir logrando una rentabilidad atractiva mientras, al mismo tiempo, se genera un impacto positivo de forma proactiva.

En España, aunque ya existen unos primeros referentes, por la propia juventud del sector, faltan más desinversiones exitosas. Nada es más contagioso que el éxito y generar track record real de fondos completos permitirá atraer a grandes inversores privados y facilitará el camino para levantar más fondos. También falta financiación pública y apoyo de iniciativas europeas, nacionales y regionales, que resulten en un efecto tractor para la inversión privada. “El trabajo conjunto del sector en la actual fase de implementación tras nuestra adhesión será la clave para multiplicar el número de actores y los activos bajo gestión”, comenta **Vitórica**. El verdadero cambio está, pues, por llegar. Otra de las principales palancas para aumentar el retorno del inversor privado, según **GAWA**, es fomentar la colaboración público-privada con mecanismos de financiación combinada o “blended finance”. “Los fondos con esta estructura son realmente atractivos para el inversor privado, que ve aumentado su retorno asumiendo un menor riesgo y movilizándolo más cuantía de inversión”, explica. A modo de ejemplo, su próximo fondo **Huruma** superará los €100M con la participación de la AECID (Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo) y Cofides. A esto se suma la importancia de incorporar, a nivel global, sistemas de medición y gestión del impacto. Lo que no se mide, no se valora, pero **Vitórica**, va más lejos: “la medición no es suficiente, debe combinarse con una gestión activa de dicho impacto. Por eso, en **GAWA** tenemos un sistema de gestión del impacto social que sigue los 9 principios de Impact Management aprobados por la IFC (Banco Mundial)”, comenta. “Actuamos activamente en el impacto incluyéndolo en todo nuestro proceso de inversión, desde la originación hasta la salida, y hacemos depender nuestras comisiones de gestión del impacto social auditado por un auditor social independiente y elegido por nuestros inversores”.



EL PRIVATE EQUITY PONE EL FOCO EN EL SECTOR

AGRO alimentario



➔ El sector agrícola se ha convertido en un importante caldo de cultivo de operaciones corporativas. Impulsados por el interés del private equity nacional, los players españoles se enfrentan a un proceso de concentración vertical y horizontal que les permitirá seguir liderando el mercado a nivel global. Los hábitos de vida saludable y las perspectivas de crecimiento que augura la digitalización son solo algunos atractivos del sector para el capital riesgo.

El sector agroalimentario ha vivido en los últimos ejercicios un auténtico despertar a las operaciones corporativas. Si hasta hace poco más de dos años, el mercado agrícola era uno de los grandes olvidados por los inversores financieros, actualmente se percibe como un sector en crecimiento con un importante potencial de internacionalización que no pasa desapercibido para los private equities. La gran evolución, o casi revolución, se ha producido en el agrobusiness (operaciones ligadas a compañías agrícolas del sector primario). Históricamente, en este segmento predominaban las transacciones entre empresas del sector, pero, en los últimos años, el private equity ha descubierto el gran atractivo que tienen los productores agrícolas. “Los fondos han caído en la cuenta de que España es el líder mundial en exportación de frutas y hortalizas frescas y que, en un mundo donde la

población a alimentar crece a un ritmo de vértigo y las tierras cultivables son cada vez más escasas, el valor estratégico de unas compañías líderes en la producción agrícola es indiscutible. Se trata de empresas con unos crecimientos históricos muy sólidos y que tienen además un potencial futuro enorme, impulsado, entre otras, por el interés que tiene hoy el consumidor en productos saludables y en la alimentación sana”, comenta **Bartolomé Úbeda, Socio de M&A Tax de Garrigues.**

INTERÉS INVERSOR

Algunas gestoras del middle market han sido las primeras en posicionarse en el sector, pero no las únicas. Miura Private Equity controla el distribuidor de cítricos **Citri&Co**, resultante de la integración de Martinavarro, Río Tinto y Perales & Ferrer; Proa Capital tiene entre sus participadas a **Moyca**, líder en

el segmento de uva sin pepita, mientras que Abac ha sido la última en dar el paso invirtiendo en **Agroponiente**. Entre los internacionales destaca la compra de **Planasa** por Cinven y de **Saptec Agro Business** por Bridgepoint. Ante semejante apuesta por el sector primario, muchos son los que se plantean en qué se basa el atractivo para invertir en este mercado. **Jordi Alegre, Socio de Miura Private Equity**, señala que “el agroalimentario es un sector muy estable y acíclico, algo especialmente propicio en entornos de mercado con ciertas incertidumbres como las que atraviesa Europa en estos momentos. Además, la tendencia a la alimentación saludable debería generar en los próximos años un aumento sostenido de la demanda, lo que se une a la naturaleza limitada de la oferta, derivada del hecho de que solo se puede cultivar ciertas variedades en algunas zonas muy delimitadas a nivel mundial

con agua, temperatura, lluvias y tierras fértiles adecuadas, lo que hace aumentar el interés estratégico de ciertas compañías con posicionamientos de mercado únicos”.

Por su parte, para **Enrique Domínguez, Socio de Financial Advisory de Deloitte**, “el capital riesgo principalmente valora que se trata de un producto básico en la cesta de la compra y que, al ser capaz de aplicar I+D en origen, permite obtener unas rentabilidades muy atractivas. Adicionalmente, uno de los principales drivers del sector es el aumento de la demanda de los productos ecológicos/bio, cada vez más presentes en los lineales de los retailers, y con elevadas previsiones de crecimiento en los próximos años”. A todos estos factores, **Luis Casals, Socio Responsable del área de Private Equity de Baker McKenzie**, añade los amplios márgenes de mejora de este mercado: “es un sector muy tradicional, en el que no suele haber mucha innovación y el conocimiento de métodos de gestión profesionalizados es escaso. Como consecuencia, un inversor como el private equity puede aportar bastantes intangibles de valor, a nivel gestión e integración, a un negocio que suele ser tradicional y familiar. El atractivo para acometer inversiones es profesionalizar la gestión y aportar sinergias en un sector en el que la demanda es boyante”.

En lo que a áreas de negocio se refiere, las gestoras de capital riesgo se decantaron inicialmente por empresas especializadas en cítricos y frutas. Es el caso de **Citri&Co**, el proceso de build up que está engrosando Miura. Según **Alegre**, “los cítricos son un elemento central de la frutería concentrando un 30% del volumen total de frutas y, por tanto, generando un elemento clave de recurrencia y rotación durante todo el año, entorno al que se complementan otras frutas de temporada en ciertos momentos. Además, España es líder a nivel mundial en la exportación de cítricos. Si tenemos en cuenta que Citri&Co es el grupo líder destacado a nivel español y europeo y uno de los principales players mundial, y que es una de las pocas empresas españolas del sector frutícola totalmente profesionalizadas. Nos parece ideal que sea la plataforma inicial de consolidación del sector”. Sin embargo, más recientemente, los inversores financieros han abierto su punto de mira a otros ámbitos como hortalizas y verduras. Poco a poco, el interés se ha focalizado hacia la tipología de compañía sin importar el subsegmento en el que opere. “Ahora, el interés no lo determina tanto el segmento, como la solidez finan-

ciera de la empresa concreta, su proyecto de futuro y el producto (ya sea por ser un producto de consumo masivo o por que el producto sea muy rentable por el valor añadido del mismo). Cuando tienen un proyecto atractivo detectamos el mismo interés por compañías hortícolas que frutícolas”, indica **Miguel Ángel López, Socio de M&A Corporate de Garrigues**.

En los dos últimos años, Abac ha llevado a cabo un exhaustivo análisis del sector estudiando potenciales inversiones en varias empresas. Finalmente, a través del fondo Abac Solutions, tomó la mayoría de Agropioniente, que cultiva variedades tanto vegetales como frutícolas. “Se trata de una compañía con mucho recorrido y que tiene margen para invertir en su profesionalización y transformación. En este sentido, hemos identificado múltiples medidas de mejora de eficiencia para optimizar las operaciones en la compañía. En concreto, Almería es una región líder en toda Europa, no sólo en capacidad de producción, sino también en innovación dentro del sector. Asimismo, con la adquisición simultánea de Lara Castañeda, hemos creado un grupo líder en comercialización que también cuenta con pro-

res de cada producto se encuentran ante la oportunidad, responsabilidad y reto de integrarse entorno a grandes líderes que puedan competir a nivel global o quedarse atrás ante un mundo que evoluciona cada vez más deprisa a nivel de formas de distribución, I+D, agrotecnología, etc.”, expone **Alegre**. A estos retos, el Socio de Abac suma el de mantener un nivel alto de innovación (desarrollo de nuevas variedades y formatos, digitalización, nuevas formas de colaboración con clientes, etc.) con el fin de seguir siendo líder en Europa y poder aportar cada vez más valor añadido al agricultor y al cliente final. Para adaptarse a estas transformaciones, la clave es seleccionar dentro de las muchas opciones disponibles, las compañías más fáciles de poner en valor en un plazo de tiempo razonable. “Hay algunas firmas con más problemas que otras, derivadas de la falta de profesionalización por su naturaleza familiar, por lo que el mayor desafío reside en encontrar una buena empresa estructurada, con un potencial de mejora razonable, en la que aparezcan rápido las sinergias y que esto sea posible de llevar a cabo en el menor plazo posible para que la inversión

“ Los fondos han caído en la cuenta de que España es el líder mundial en exportación de frutas y hortalizas frescas en un mundo donde la población a alimentar crece a buen ritmo y las tierras cultivables son cada vez más escasas ”

ducción propia. Nuestra entrada en Agropioniente ha sido la primera operación de este tipo que se lleva a cabo en Almería. Por ello, creemos que ha despertado el interés de propietarios de compañías en estudiar la posibilidad de dar entrada a un socio financiero”, comenta **Oriol Pinya, Socio fundador y CEO de Abac Capital**.

RETOS

En cualquier caso, no sólo los inversores financieros tienen el punto de mira en el sector. Algunos corporates han tomado la iniciativa con intención de liderar sus segmentos y ganar tamaño. El más activo ha sido **Grupo Alimentario Citrus (GAC)**, que ha cerrado adquisiciones dentro y fuera de nuestras fronteras como Agromediterránea, la alemana Thurländer Salate und Feinkost y las filiales de la francesa Agrial en Italia y Suiza. “En un sector tan atomizado como poco profesionalizado, las empresas líde-

sea óptima”, concluye el **Socio de Baker McKenzie**.

Con respecto a los múltiplos, los precios han experimentado un importante ascenso como consecuencia del deal flow del mercado. “El rango de múltiplos es bastante extenso, dada la amplitud y variedad de modelos de negocio distintos del sector agroalimentario (producción, comercialización, servicios, bienes de equipo, etc.). Además, hay que tener en cuenta que muchas operaciones incluyen fincas en propiedad, lo cual es un elemento adicional para considerar en la valoración”, señala **Pinya**. En opinión de **Domínguez**, “depende mucho del componente de I+D que haya detrás de cada negocio. Para los más primarios y de menor valor añadido, los múltiplos EV/ebitda que se han visto en el mercado estarían entre 6x y 8x y para aquellos negocios con un mayor componente de I+D se situarían entre 9x y 11x”.

LOS RETAILERS MARCAN EL PASO

Sin duda, avanzar en el proceso de consolidación será determinante para el devenir futuro del sector. “Actualmente, en el mercado conviven un elevado número de operadores. Al igual que en otros segmentos del sector alimentario, todavía no se ha producido el necesario proceso de consolidación que permitiría generar eficiencia en el sistema y ganar competitividad con respecto a otros operadores nacionales”, apunta el **Socio de Deloitte**. Además, debido al margen de mejora en la gestión, especialmente en empresas más pequeñas de raíces familiares, “la concentración está indicada para conseguir sinergias y abaratar costes, lo que es un aporte de valor relevante. De no llevarlo a cabo, a las firmas de menor tamaño cada vez les será más complicado competir con las grandes compañías”, opina **Casals**. Pero, si algo está claro, es que la necesidad de concentración la dictará el propio mercado. La decidida apuesta de los grandes supermercados, muy consolidado, por el producto fresco conlleva mayores exigencias de garantía de suministro, calidad y servicio homogéneo durante los 12 meses del año, lo que, junto con la creciente sensibilidad por la trazabilidad de producto y una agricultura más sostenible y respetuosa con el medioambiente, se traduce en una necesaria consolidación del mercado entorno a grandes compañías verticalmente integradas que puedan convertirse en partners estratégicos de los grandes retailers dando respuesta a todas sus necesidades. Siguiendo este camino, con el tiempo, irá aumentando el valor de

“ Se abre la oportunidad de crear grandes líderes verticalmente integrados que puedan responder a las necesidades de los grandes retailers desde la especialización y el valor añadido ”

los proyectos estratégicos sobre los que se puede construir una historia diferencial de consolidación, innovación y diferenciación, y descartando directamente los activos de menos interés. Para **Francisco Sánchez, Socio de M&A Tax de Garrigues**, “la sensación es que la producción está atomizada o, cuando menos, no tiene un nivel de concentración relevante mientras la distribución está claramente concentrada. Así, el proceso de consolidación tiene sentido. En algunos subsectores, por los ciclos productivos, ese proceso abarca incluso proyectos transnacionales, como acabamos de ver con la operación de El Ciruelo y Labrunier en Brasil”. Siguiendo el paso de los retailers, también los private equities están apostando por la creación de grandes build ups a través de sus participadas. “Se abre la oportunidad de creación de grandes líderes verticalmente

integrados que puedan responder a las necesidades de los grandes supermercados, pero siempre desde la especialización y el valor añadido, lo que supone integrar en el grupo a las mejores empresas y directivos del sector a nivel europeo en cada uno de los nichos de mercado en los que opere. En el futuro, seguiremos viendo un cambio progresivo del sector tradicionalmente muy atomizado en pequeños agricultores familiares, agrupados en cooperativas que a su vez comercializan el producto a través de traders internacionales, hacia ese modelo mucho más integrado verticalmente y adaptado a las nuevas tendencias”, opina el **Socio de Miura**.

De cara a los próximos meses, todo indica que la tendencia seguirá al alza en el cierre de deals de M&A en el sector. Entre los corporates, el proceso de consolidación no ha hecho más que empezar, mientras que los financieros ya tienen operaciones en el pipeline, entre las que destacan procesos como Frutas Esther o Bollo Fruits. El deal flow es atractivo en todos los segmentos. Según **José Manuel Hernando, Socio de M&A Corporate de Garrigues**, “es posible que empecemos a ver más transacciones de build up a partir de operaciones ya cerradas, especialmente en zonas líderes en producción de frutas y hortalizas como Murcia, Almería o Levante”. A esto, **Casals** añade “el incremento de actividad transaccional en la industria auxiliar que generarán los movimientos en el sector agroalimentario, como riegos o fertilizantes”.



PRINCIPALES DEALS DEL SECTOR AGROALIMENTARIO

AÑO	EMPRESA	COMPRADOR	% ADQUIRIDO	DEAL VALUE (en €M)	TIPO
2019	Lara Castañeda	Grupo Agroponiente (controlado por Abac) Equipo Directivo	100%		Build Up
2019	Grupo Agroponiente	Abac Solutions Equipo Directivo	p.mayoritaria p.minoritaria	60	MBO
2019	Josef Muller Novara Salads	Grupo Agroalimentario Citrus (GAC)	100%		M&A
2018	Idai Nature, Bioinsecticidas Naturales y Ecoproyectos Garden	Saptec-Tradecorp (controlado por Bridgepoint)	100%		Build Up
2018	Thurländer Salate und Feinkost	Grupo Agroalimentario Citrus (GAC)	100%		M&A
2018	Perales & Ferrer	Citri&Co	100%	Intercambio de acciones	Build Up
2018	Plantas de Navarra (Planasa)	Cinven Alexandre Darbonne (fundador y CEO)	100%	450	MBO
2017	Saptec Agro Business (Saptec Agro y Trade Corporation International)	Bridgepoint	100%	456	MBO

Fuente: Capital & Corporate.



“La necesidad de ganar tamaño para negociar con los retailers será clave en la consolidación del sector”



El mercado agroalimentario se ha situado en el radar de private equities y corporates en los últimos años. La apuesta por el sector primario, fundamental en la economía española, se ha traducido en una intensa actividad de M&A con el proceso de concentración liderado por las principales plataformas como telón de fondo.



JAIME MUÑOZ, Socio en Transaction Services en KPMG España y **JORGE SAINZ**, Socio en Deal Strategy en KPMG España

¿CÓMO HA EVOLUCIONADO LA ACTIVIDAD DE M&A EN EL SECTOR AGROALIMENTARIO RECIENTEMENTE?

Jaime Muñoz: Tradicionalmente, la actividad de M&A se ha focalizado muy poco en el sector. Sin embargo, desde hace unos cinco años, la tendencia ha cambiado como consecuencia de los nuevos hábitos de consumo tanto a nivel mundial como europeo que han puesto en el punto de mira a estos productos. En España, el crecimiento ha sido más potente si cabe, dado el liderazgo de nuestro país, su experiencia como productor y su especialización en determinadas variedades. Esta evolución se ha trasladado al mercado de M&A y a la mayor profesionalización de las compañías. Por un lado, las empresas que han funcionado mejor están liderando una consolidación necesaria para el mercado y, a su vez, se han construido unas plataformas muy atractivas para el private equity. La conjunción de todos estos movimientos se ha traducido en una actividad sin precedentes en el sector.

HEMOS VISTO DEALS COMO PLANASA (CINVEN), SAPEC (BRIDGEPOINT) O CITRI&CO (MIURA). ¿EN QUÉ SE BASA EL ATRACTIVO DEL MERCADO?

Jorge Sainz: Estamos ante un sector centenario, con una importante demanda, en el que han coincidido una serie de drivers que han dibujado un negocio muy atractivo para el capital riesgo. Por un lado, el incremento de los hábitos healthy han impulsado el consumo de frutas y verduras frescas en todo el mundo (también en regiones emergentes) y los países exportadores nos estamos viendo obligados a atender esa oferta. Sin duda, España es el mayor líder a nivel global en este sector con una clara orientación a la exportación, una cualidad que gusta mucho al private equity, en prácticamente todas las variedades. Además, la competencia en cítricos o frutas de hueso es muy limitada. Italia, por ejemplo, tiene una producción elevada pero que va a su autoconsumo, mientras que

países como Marruecos, Argelia y Egipto tienen unos niveles de calidad y sofisticación muy inferiores. Además, es un mercado con mucho recorrido por delante, muy fragmentado y con grandes posibilidades de extracción de valor a través de una consolidación tanto vertical como horizontal. Por último, las barreras de entrada son relativamente altas, pues requiere un gran conocimiento de las técnicas y del sector.

¿QUÉ NICHOS TIENEN MÁS POTENCIAL DE CRECIMIENTO?

J.S.: Dentro de los distintos eslabones del negocio, varios modelos están acaparando la atención del private equity, aunque no todo vale. Hay que analizar muy bien las oportunidades, pero, en general, detectamos dos modelos que tienen mucho sentido y responden a una serie de tendencias muy claras y otros dos que están en un punto de la cadena que puede tener más riesgos. Los modelos con más éxito son los de compañías que se están integrando verticalmente ganando escala, incluyendo no sólo capacidades de comercialización e hilo directo con el retailer, sino también un mayor control de la producción. Cultivan distintas variedades y tienen acuerdos con terceros que minimizan riesgos. También modelos de nicho, muy enfocados en puntos de la cadena de alto valor, en los que el peso del I+D y la diferenciación es muy elevada. Por otro lado, las compañías que se dedican al cultivo, especialmente si se centran en una variedad, pueden ser atractivas, pero están expuestas a la volatilidad del mercado. Los intermediarios o traders pueden estar en una posición similar, dado el interés de los retailers de apostar directamente por proveedores grandes e integrales.

¿CÓMO HAN EVOLUCIONADO LOS MÚLTIPLOS DE VALORACIÓN EN LOS ÚLTIMOS DEALS?

J.M.: Los múltiplos han seguido una tendencia ascendente en los últimos años. En nuestra opinión, lo lógico es que esta evolución alcista se consolide de cara al futuro y que veamos operaciones con múltiplos bastante elevados en determinados nichos de mercado.

¿QUÉ SUPONE PARA LAS FIRMAS DEL SECTOR UN AVANCE EN SU PROCESO DE CONSOLIDACIÓN?

J.S.: La fragmentación del mercado y la necesidad de ganar tamaño para negociar con los retailers serán claves en el desarrollo del proceso de concentración. Los retailers están muy consolidados y tienen unas exigencias mucho mayores en lo relacionado con calidad, disponibilidad, servicio y variedades de producto y, en ese proceso, tratan de saltarse el mayor número de intermediarios posible. En este contexto, ganan las compañías que, por tamaño, son capaces de garantizar el producto y que más invierten en un servicio continuo.

J.M.: El proceso de consolidación ha comenzado con la puesta en marcha de plataformas significativas, pero tiene que seguir avanzando y lo lógico es que se produzcan movimientos en los próximos años con un objetivo primordial: ganar tamaño, aumentar su rentabilidad y su presencia no solo en el mercado nacional, sino también fuera de nuestras fronteras.

EN LOS PRÓXIMOS MESES, ¿SEGUIREMOS ASISTIENDO AL CIERRE DE OPERACIONES CORPORATIVAS?

J.M.: El agroalimentario es un sector en crecimiento exponencial y en consolidación. Vamos a ver mucha actividad y deals muy interesantes. Son compañías en las que una mayor profesionalización debería repercutir en su crecimiento y su rentabilidad, por ello tanto corporates como private equities están dedicando tiempo a analizar oportunidades. Por otro lado, hay factores relevantes, como el tratamiento de datos, seguridad o normativas cada vez más estrictas, que van a ser críticos a la hora de cerrar deals con unos mimbres de seguridad y de visibilidad en el futuro.

“ Los modelos con más éxito son los de compañías que se integran verticalmente ganando escala, hilo directo con el retailer y un mayor control de la producción ”



En la imagen, la Conferencia Bianual Norgestión-Mergers Alliance celebrada en Miami



OPORTUNIDADES PARA INCREMENTAR EL M&A Y LAS INVERSIONES ESPAÑA-FRANCIA

Las relaciones entre España y Francia, primer destino para nuestras exportaciones, han sido, históricamente, altamente productivas, con un flujo de M&A y de inversiones bastante estable en el tiempo. Prueba de ello es la gran relevancia histórica en operaciones crossborder e inversiones. Las previsiones se mantienen positivas en cuanto a inversiones recíprocas, ya que ambos países presentan proyectos empresariales con potencial e intereses convergentes

Norgestión, socio fundador e impulsor de Mergers Alliance (MA), -la estructura internacional de firmas especialistas en corporate finance creada en 2001- y uno de los referentes en asesoramiento de M&A en España, acaba de celebrar una nueva conferencia bianual en Miami bajo el título “Corporate Finance: A view from America” que ha reunido a los más de 60 socios de la alianza global. En 2018, Mergers Alliance cerró 65 acuerdos centrados en el segmento mid-market en todo el mundo, con un valor total de \$3.010M.

En un mundo sin fronteras, cada vez más, apostar por la internacionalización se percibe como una prioridad estratégica para poder competir en el escenario económico global y, en este sentido, Mergers Alliance proporciona una plataforma para capitalizar las sinergias del mercado, crear alianzas y desbloquear ese potencial de crecimiento exterior. Por el lado europeo, el

encuentro sirvió, entre otras cosas, para analizar el nuevo equilibrio de fuerzas tras el Brexit, con Francia, Alemania y España como grandes ganadores del proceso, y muy especialmente la ciudad de París, como una de las primeras plazas financieras europeas. Se percibe que la comunidad inversora francesa está decididamente “positiva” respecto a España, tanto los family offices, como el private equity y las corporaciones empresariales. Y, con estos resultados, se confirma también que “*France is back*” como ya adelantaba el Presidente, Emmanuel Macron, tras ser elegido en 2017, pero también queda patente que España tiene una oferta empresarial con gran potencial y cabida en el mercado galo. En palabras de **Óscar Sánchez, Managing Partner de Corporate Finance de Norgestion**, “Francia es un mercado natural para las empresas españolas dada su cercanía geográfica y similitud cultural, siendo el primer socio comercial de España, nuestro primer cliente y segundo proveedor.”

“FRANCE IS BACK”

Francia es un país particularmente atractivo para la inversión extranjera, siendo el séptimo del mundo en este concepto por su economía abierta, atractiva y competitiva. En el primer trimestre de 2019, las inversiones extranjeras en Francia crecieron un 20% respecto a 2018 según la Embajada de Francia de Madrid. Y, en línea con estas cifras, cada vez más empresas españolas invierten en Francia. Con la excepción de 2015, año en el que bajó la inversión española en el país galo después de ejercicios de crecimiento impulsados por la crisis y la búsqueda de mercados exteriores, muchas empresas españolas están volviendo a apostar decididamente por el país vecino.

Francia es uno de los principales receptores de inversiones españolas (primero en 2015 y 2016, y el segundo en 2017). Según la embajada de Francia en Madrid, actualmente hay más de 1.300 empresas españolas implantadas en el país, dando empleo a más de 60.000 trabajadores. Y, al mismo tiempo, el país galo es, tras EE.UU. y Reino Unido, el tercer inversor en España, en un nivel parecido a Alemania, contando con empresas que dan empleo a más de 300.000 personas en sectores diversos como automoción, financiero, industrial y distribución, según el ICEX.

ESTRECHANDO LAZOS HISPANO-FRANCESES

EL IMPACTO DEL “BREXIT” PUEDE VERSE COMO UNA OPORTUNIDAD PARA INCREMENTAR EL FLUJO DE INVERSIÓN Y DE OPERACIONES CORPORATIVAS ENTRE FRANCIA Y ESPAÑA. TANTO AURIGNAC FINANCE COMO NORGESTION CONFÍAN EN QUE LA ACTIVIDAD TRANSACCIONAL SE INCREMENTE A TENOR DE LAS OPERACIONES BILATERALES EN MARCHA EN SECTORES COMO LA INDUSTRIA ALIMENTARIA Y SERVICIOS FINANCIEROS.

A nivel particular, NORGESTION y AURIGNAC FINANCE están trabajando en diferentes proyectos de M&A en ambas direcciones y en sectores variados: industria agroalimentaria, servicios financieros, healthcare,... negocios donde ambas firmas perciben buenas oportunidades para potenciales deals. **Raphaël Brenier es Socio de AURIGNAC FINANCE**: “Somos vecinos. Existe un interés natural entre ambos países por la proximidad geográfica y cultural. En estos últimos años, hemos visto en España un mercado con potencial de crecimiento para llevar a cabo estrategias de inversión y, más concretamente, de build up”. Buena prueba de ese interés por el mercado español es la llegada a España de firmas como Eurazeo, en alianza con MCH, Tikehau o Capzantine, que cuentan con oficinas y equipos locales. En este sentido, **Christine de Briganti, Socio de AURIGNAC FINANCE**, cita operaciones como la realizada por Grupo Planeta con la adquisición de business schools en Francia y recuerda las fortalezas de Francia como foco de atracción de inversiones: “Entre nuestros puntos fuertes destaca la posición como tercera potencia europea, la fuerza laboral altamente cualificada, nuestra amplia base industrial, la reputación cultural y la ubicación en el centro de Europa”.

PAIS DE ACOGIDA

Es mucho lo que une a Francia y España y numerosas las vías de colaboración abiertas. Pero, a esas buenas relaciones económicas compartidas se suman también retos pendientes. En definitiva, existen unas relaciones económicas estables en el tiempo, pero con margen de mejora y de crecimiento. **Óscar Sánchez, Managing Partner de Corporate Finance de NORGESTION**, lo tiene claro: “Uno de mi primeros trabajos fue en banca

corporativa de la entidad gala Crédit Lyonnais y coincido con la visión de que tenemos mucho camino por recorrer en inversión y cooperación entre ambos países. Francia es un gran inversor tradicional en España y un país de acogida que genera confianza y estabilidad para los inversores extranjeros y pensamos que ese flujo transaccional y la inversión recíproca irán en aumento”. A los fieles e históricos inversores españoles en Francia como Inditex, Prosegur, Seat, Amadeus, Desigual, Saica o Mango se van sumando otros como Colonial, para quien el mercado francés ya es clave en su estrategia con operaciones como la compra de un 22,2% adicional de Société Foncière Lyonnaise (SFL) en manos de Qatar Investment Authority (QIA) por €718M. Otros players como Grupo Alimentario Argal han hecho recientes

“ La comunidad inversora francesa está “positiva” respecto a España, tanto family offices como fondos de private equity y corporaciones empresariales ”

incursiones en el mercado galo como la toma de control de la firma de charcutería artesanal Salaison Ogier. En cualquier caso, son sólo algunos ejemplos a los que pronto podrían dar paso nuevos e importantes deals, varios de ellos ya en marcha.



De izda. a dcha., **Raphaël Brenier** y **Christine de Briganti**, Socios de AURIGNAC FINANCE, y **Óscar Sánchez Melgosa**, Managing Partner Corporate Finance NORGESTION.

Mercado Logístico

En primera línea de inversión

→ La logística es uno de los segmentos inmobiliarios que más está tirando de la economía en los últimos años. Además de invertir en almacenes, plataformas logísticas y ampliar las estructuras de las empresas logísticas, los principales fondos y operadores internacionales ven la oportunidad de entrar en nuevos mercados como los hubs urbanos, impulsados por el ascenso del ecommerce y la llamada logística de última milla.

aunque tradicionalmente el logístico ha sido el segmento menos activo del mercado inmobiliario, en los últimos meses el apetito de inversores y grandes operadores lo ha situado en primera línea con un volumen de inversión de más de €200M durante el primer trimestre del año. En 2018, la cifra superó los €1.200M, un 42% más que en 2017, según Savills Aguirre Newman. En opinión de **Carmina Ganyet, Directora General Corporativa de Colonial**, “el segmento logístico ha tenido un gran crecimiento fruto del cambio de los hábitos de consumo. Es un negocio que se está consolidando para poder ser competitivo frente a los operadores. España es una zona de conexión importante entre Europa y África y toda la zona del Mediterráneo, hecho que explica el gran desarrollo en logística en nuestro país”. Sin duda, el interés de los operadores internacionales, el auge de nuevas zonas de influencia con

actividad, la elevada rentabilidad de estos productos, el aumento del consumo y el ascenso del comercio electrónico han sido en gran medida responsables de esta revolución. “Claramente, el impulso lo ha dado el auge del ecommerce y las necesidades adicionales de espacio que los retailers y operadores logísticos demandan por este motivo. Además, el sector logístico proporciona rentabilidades más altas que

“ En 2018, la renta prime en Madrid y alrededores aumentó un 5%, hasta los €5,5 por m² al mes, mientras que en Cataluña se elevó un 8%, hasta los €6,5 m² al mes, llegando incluso hasta los €7 ”

otras tipologías de activos (como centros comerciales y oficinas) y complementa una gestión diversificada de cartera. Por otro lado, está sirviendo de refugio y cobertura natural al impacto en el sector retail”, indica **Luis Lázar, Director de Merlin Properties**.

Escasa oferta, precios al alza

Lo cierto es que la elevada demanda y la escasa oferta disponible está propiciando un boom de proyectos que se han traducido en un aumento relevante de los precios. “Las necesidades de distribución y almacenaje de las grandes compañías y la escasa oferta de activos facilitan que su valor sea mayor y atraiga más interés. El cambio en las tendencias de consumo está despertando más interés en la actualidad hasta el punto de que la escasa oferta que hay de naves logísticas está haciendo aumentar las ventas. Es así en casi todas las ubicaciones europeas claves, también en

España”, apunta **David Marquina, Presidente de P3 Spain Logistic Parks SOCI-MI**. En 2018, la renta prime en Madrid y alrededores aumentó un 5%, hasta los €5,5 por m² al mes, mientras que en Cataluña se elevó un 8%, hasta los €6,5 m² al mes, llegando incluso hasta los €7. Por su parte, el nivel de rentabilidad para activos prime se sitúa en 5,25% tanto en Madrid como en Barcelona, mientras que la yield en localizaciones secundarias se mantiene en niveles cercanos al 6,25%. Por si fuera poco, en este momento, los inversores extranjeros que llegan a España en busca de activos logísticos de calidad lo tienen difícil. En ciudades como Barcelona, Madrid o alrededores, sólo existe una disponibilidad media de 5% de stock (8,7% en Madrid y 3,63% en Barcelona), lo que está empujando a los operadores a adaptar inmuebles a su uso logístico o iniciar la búsqueda en otras zonas de nuestro país. En definitiva, hay mucha competencia, las buenas oportunidades son cada vez más difíciles de encontrar y las que se presentan están muy disputadas. “La presión inversora por parte de diferentes fondos internacionales que tienen como objetivo posicionarse o incrementar su presencia en el mercado logístico español está llevando los precios a una subida constante en los últimos meses. Si bien es cierto que dicha presión inversora puede que haga que se mantenga la tendencia alcista, todo va a depender del recorrido en rentas que vean dichos inversores”, expone **Lázaro**.

Hubs urbanos

Así, en los últimos meses, hemos asistido al nacimiento de mercados secundarios en los que encontrar grandes parcelas de terreno es sencillo y la comunicación con las grandes ciudades muy accesible, un punto clave en la logística actual debido a la búsqueda de rapidez y eficiencia en la entrega de mercancías exigida por el sector e-commerce. En opinión de **José Luis García-Manso, Socio de Pinsent Masons**, “entre las características principales que buscan los inversores se encuentra una localización premium y una buena comunicación, que posibilite que el flujo de materias primas y productos esté en poco tiempo en los núcleos poblacionales. Lógicamente, también hay otros elementos que influyen en el atractivo de un activo, como el tamaño del mismo, pero el mercado logístico es particularmente elástico a la localización y a la comunicación”. A las tradicionales grandes plataformas de distribución regional, que hasta hace unos años atraían la mayor parte de la inversión, se han ido sumando las conocidas como naves de cross docking, ubicadas a las afueras de las ciudades, que

El nivel de rentabilidad para activos prime se sitúa en 5,25% en Madrid y Barcelona

EL MERCADO LOGÍSTICO ESTÁ EN PLENA EBULLICIÓN, BATIENDO RÉCORD EN 2018, ¿POR QUÉ SE HA VUELTO UN MERCADO TAN INTERESANTE DE CARA A LOS INVERSORES?

El mercado de inversión en el segmento logístico gana cada vez más importancia como un asset class a nivel global, consecuencia del crecimiento actual y expectativas del comercio electrónico en particular. España es un mercado objetivo claro para la mayoría de los inversores institucionales internacionales que dominan las adquisiciones en este sector porque todavía ofrece buenos precios y rentabilidades altas en comparación con otros mercados. Prevemos que surgirán oportunidades procedentes de inversores institucionales y también privados que quieran aprovechar el calentamiento del segmento.

HAY QUIEN DICE QUE TRADICIONALMENTE ERA EL SEGMENTO MENOS ATRACTIVO DEL MERCADO INMOBILIARIO. REALMENTE, ¿ES ASÍ?

La logística está en pleno auge por el avance del e-commerce y esto lo hace muy atractivo no solo por rentabilidad sino por las nuevas tecnologías aplicadas a la eficiencia de los espacios, la velocidad que exige el consumidor en los repartos, las nuevas oportunidades de transformación por los requerimientos de última milla. Logística y retail se van acercando en inmobiliario. Ya vemos que las grandes cadenas están siguiendo la tendencia de reducir los espacios de exposición en favor de los espacios de almacenaje con el fin de facilitar la distribución urbana. En mi opinión, por tanto, se trata de una afirmación que ha quedado antigua.

ACTIVOS, CARTERAS, SUELO, OPERACIONES CORPORATIVAS... ¿QUÉ TIPO DE MOVIMIENTO ES MÁS COMÚN?

La escasa oferta disponible de calidad en determinados mercados sigue despertando un elevado interés por la compra de suelo para su desarrollo especulativo entre inversores - principalmente internacionales- y promotores especializados. Dada la confianza que existe en este segmento, incluso en aquellos mercados más consolidados y con un volumen de oferta mayor, se sigue observando una importante actividad en la compra de suelo tanto por promotores como por parte de usuarios con vocación patrimonialista para el desarrollo de naves adaptadas a sus necesidades concretas y que, desde luego, no han pasado por alto la posibilidad de acompañar sus negocios logísticos mediante eventuales negocios inmobiliarios en un futuro.

savills

AGUIRRE
NEWMAN

ANTONIO MONTERO
Head of Logistics
SAVILLS AGUIRRE NEWMAN

¿QUÉ RENTABILIDADES SE BUSCAN EN ESTE SECTOR?

El nivel teórico de rentabilidad para activos prime se sitúa en 5,25%, tanto para Madrid como para Barcelona, si bien se han realizado operaciones puntuales por debajo de este nivel. La yield en localizaciones secundarias se mantienen en niveles cercanos al 6,25%.

¿Y LOS PRECIOS? ¿ESTÁN EN MÁXIMOS O AÚN TIENEN MARGEN PARA SUBIR?

Depende de la localización y del producto pero, en general, el producto prime de calidad en los principales mercados tiene margen para subir vía crecimiento de rentas y ajustes en las rentabilidades.

EN GENERAL, ¿CUÁL ES EL TAMAÑO MEDIO DE LAS OPERACIONES EN EL MERCADO?

Realmente la buena salud de nuestro mercado se refleja no solo en la absorción total que, en Madrid superó los 930.000 m² y en Barcelona los 665.000 m², sino en el número de operaciones con 77 y 63 respectivamente. La absorción del primer trimestre en Madrid ha alcanzado los 74.000 m² con un total de 9 operaciones mientras que Barcelona absorbió 228.000 m² en 15 operaciones. Consideramos que Madrid tiene buenas perspectivas para poder recuperarse en los dos siguientes trimestres. Existen actualmente dos grandes tendencias: por un lado, las mayores superficies o naves XXL en las terceras coronas de los principales mercados y, por otro, superficies modulables en tamaños inferiores conforme nos acercamos al centro urbano.

UNA VEZ SE LLEVA A CABO UNA OPERACIÓN DE ESTAS CARACTERÍSTICAS, ¿SE TRATA TAN SÓLO DE UNA INVERSIÓN FINANCIERA O REQUIERE DE UNA GESTIÓN POSTERIOR?

Hay operaciones con un perfil más financiero pero sin perder de vista el componente inmobiliario y, sin duda, vía una buena gestión de los activos, se puede aumentar el valor de los mismos a la larga.



deben surtir a los llamados hubs urbanos, más adaptados a la logística de última milla: reducen el coste del transporte, evitan restricciones de tráfico y suponen un alivio a las devoluciones o logística inversa. “Los consumidores cada vez exigen una mayor inmediatez y un servicio de mayor calidad. Esto obliga a los distribuidores a adaptar su modelo de negocio, teniendo que ampliar sus centros de actividad para atender mejor a la demanda”, comenta **Luis Suárez de Lezo, Asociado Senior de Pinsent Masons**. En especial, este tipo de naves logísticas, más pequeñas y con mejores ubicaciones, está acaparando el interés no solo de fondos de inversión y gestores inmobiliarios, sino también de grandes almacenes o grupos especializados en reparto de paquetería, lo que da una idea de la extrema competencia por estos activos. “Los urban logistics o la logística “last mile” están despertando un notable interés, especialmente entre los inversores, para lo cual es necesario adquirir activos existentes o carteras de grandes compañías”, concluye **Marquina**.

A todo esto, se une la escasez de inmuebles adaptados a estas nuevas necesidades del mercado. Para el **Director de Merlin Properties**, “el activo ideal es el que se sitúa en una ubicación estratégica, de reciente construcción, con todas las especificaciones que requieren hoy en día los operadores (altura, alto ratio de muelles, playa de maniobras amplia, etc). Además, debe de contar con un inquilino de prestigio, un contrato a largo plazo y sobre todo, tener la flexibilidad suficiente, por configuración y superficie, de cara a su gestión/comercialización a futuro”. Por

“ Los urban logistics o la logística “last mile” están despertando un notable interés, especialmente entre los inversores, para lo cual es necesario adquirir activos existentes o carteras de grandes compañías ”

otro lado, inversores y operadores buscan naves de nueva construcción o recientemente remodeladas, algo complicado si se tiene en cuenta que la mayor parte de los activos existentes están obsoletos. Durante los años posteriores a la crisis de 2008, no se construyeron proyectos nuevos, por lo que las actuales transacciones afectan a inmuebles con una vida media de entre 10 y 15 años. Como consecuencia, la actividad en el mercado de suelo logístico también continúa en aumento. “Aunque lo más común es la compra de carteras y es lo que la mayoría de inversores existentes en el mercado busca, la falta de producto y las bajas rentabilidades está llevando a diferentes players del mercado a realizar operaciones de desarrollo y promoción, lo que conlleva muchas operaciones de compra de suelo”, indica **Lázaro**. El interés de inversores, promotores y usuarios para la construcción de sus propios proyectos se ve reflejado en el volumen de metros

cuadrados transaccionados sólo en el primer trimestre de 2019, que supera los 284.000 m² en siete operaciones, según **Savills Aguirre Newman**. Por otro lado, para P3, el reto es aspirar al desarrollo de superficies en desuso: “Las necesidades de los operadores son más variadas y a su vez concretas. Así, no sólo se ha dado una reducción de los activos en venta por el aumento de la demanda, sino que ha incrementado el volumen de activos llave en mano (BTS) construidos a medida de los clientes”, explica **Marquina**.

Buen deal flow

El sector ha protagonizado algunas de las operaciones más sonadas del mercado, tanto a nivel corporativo, como de venta de carteras o activos, atrayendo en su mayoría capital internacional, aunque no existe un perfil exclusivo. “Desde los grandes fondos de inversión internacionales que llevan mucho tiempo apostando por nuestro país a otros más pequeños, nacionales e internacionales, que se han ido animando en los últimos tiempos, sin dejar de lado a los family office, que siguen teniendo bastante peso, e incluso las compañías que optan por adquirir los centros logísticos para su propio uso en lugar de arrendarlos. Todos los participantes en el mercado tienen interés en la rotación, ya sea para obtener plusvalías con la venta de sus activos, por estar maduro el activo o para aumentar su cartera de inversión”, apunta **García-Manso**.

Entre los principales deals, destaca la compra de la plataforma logística de **Mango** en Barcelona por la **SOCIMI** británica **Tritax Big Box** por €150M. Ésta ha sido la mayor operación de inversión de un solo activo logístico en el mercado español en los últimos cuatro ejercicios, pero no es una excepción. **Prologis** y **Blackstone** han completado la adquisición de una cartera de activos logísticos e industriales a **Logic Spain Kcre**, la joint venture puesta en marcha por el family office **Krefen Capital Real Estate**, la noruega **Brunswick Real Estate** y la británica **Grosvenor Group**, por €57M. En el pipeline, destaca la puesta en venta de los activos logísticos de **El Corte Inglés**, con un valor de mercado de entre €150M y €170M, con pretendientes como **Pulsar Iberia Logistics**, la joint venture de **KKR** y **Round Hill** para invertir en el segmento en España y Portugal. También **Colonial** ha colgado el cartel de “se vende” a un paquete de activos logísticos heredados de **Axiare**, que ocupan una superficie total de 560.000 m² y que están repartidos entre **Azuqueca de Henares**, **Madrid**, **Alcalá de Henares** y **San Fernando**, valorados en unos €480M.



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
- Situaciones de Cambio



Carlos Cuevas,
Director Industrial &
Logistics Investment
Properties (IP)
Industrial & Logística
de CBRE



Miguel Guillermo,
Director MidCaps
industrial &
Logística de CBRE

El parque logístico español, obsoleto y muy atomizado, se ha transformado en un mercado dinámico, profesionalizado y con sólidas perspectivas de crecimiento, animado por el apetito inversor y la mejora de las instalaciones. CBRE cuenta con el equipo multidisciplinar con mayor track récord en operaciones inmo­logísticas y superficie contratada en España. Sus Directores llevan más de 15 años ligados al sector, centrados en crear soluciones globales a lo largo de todo el proceso inmobiliario.

Con su conocimiento profundo del mercado industrial y logístico, ¿cómo están viendo la creación y consolidación de inversores especializados? Durante estos años el mercado se ha profesionalizado mucho...

Carlos Cuevas: Sin duda, la profesionalización y sofisticación del sector y de sus actores ha transformado por completo el mercado, al igual que los avances tecnológicos, los cambios en el comportamiento del consumidor, el boom del e-commerce... Cuando Alberto Larrazabal, Director Nacional de Industrial y Logística, Miguel y yo nos incorporamos a CBRE en 2013, el grupo tenía un equipo muy reducido en toda España. Actualmente, somos ya más de 60 personas en el equipo. Desde nuestra entrada, hemos creado una red nacional de especialistas presente en todas las ciudades donde tenemos oficinas. En el sector industrial y logístico, cada vez más dinámico y exigente, es impensable operar sólo desde Madrid o Barcelona. Somos profundos conocedores de cada micro-mercado dentro de España, lo que nos permite ejecutar operaciones, ya sean especulativas o

llave en mano, en nichos regionales donde la compresión de yield es menor.

Miguel de Guillermo: Eso se aprecia, sobre todo, a la hora de transmitir seguridad al inversor y de hacer realmente un análisis completo de la operación, anticipándonos a los problemas que puedan surgir y a sus necesidades: ¿qué capex tendremos que destinar al inmueble si hay un cambio de licencia de actividad? ¿Qué nuevos usos podemos dar a un inmueble para reconvertirlo? Desde el año 2014, España empezó a renovar un parque logístico que venía estando obsoleto y todavía queda mucho recorrido de renta y trabajo de transformación por hacer.

El sector inmo­logístico, hasta hace poco, era un nicho desconocido. El llamado ‘patito feo’ del sector inmobiliario...

MG: Efectivamente. En el año 2008, teníamos un parque obsoleto y muy atomizado, con propietarios muy locales. Había inversores, pero muy residuales. Ahora, el sector se ha consolidado, la estructura de propiedad ha cambiado, con cierta concentración entre SOCIMIs, inversores especializados y fondos institucionales. Merlin

es el mayor propietario de naves logísticas de España) y otras fuentes de capital son capital alemán, británico, norteamericano y asiático. Blackstone está invirtiendo mucho en logística y ampliando su cartera en España, con sus últimos movimientos a través de Logikor. El sector actual, en definitiva, está mucho más profesionalizado, con estándares internacionales de calidad y eficiencia energética. Como país, nos hemos puesto las pilas muy rápido. A nivel constructivo no tenemos nada que envidiar a Europa ni a nivel mundial. La calidad de las naves de última generación que se construyen en España es muy elevada.

Dentro de CBRE, ¿son capaces de generar el ciclo completo, desde la originación del suelo hasta el proyecto llave en mano o pre-alquiler?

CC: Así es, nosotros generamos el suelo a nivel urbanístico, se lo vendemos al promotor; tenemos un equipo especialista en Design & Build especializado en diseñar el “layout” de las naves logísticas; durante el período de construcción (siempre lo subcontratamos) entra el equipo encargado de hacer, como ha sido la tendencia durante

los últimos años, un proyecto especulativo -cada vez hay más desarrollos de este tipo, sin contar con un contrato previo- o llave en mano (cuando ya tienes el inquilino y construyes algo ad hoc). Luego entra el equipo de gestión patrimonial (property management y gestión del activo) hasta que empieza a estar ocupado. En paralelo, nuestro equipo de Leasing busca al mejor inquilino para cada tipo de inmueble y, en una fase posterior, volvemos a entrar Miguel y yo con la venta o rotación de cartera o del inmueble, de manera que se va completando todo el ciclo inmobiliario. Cuando construimos una nave logística de última generación en las ubicaciones adecuadas, se alquila antes de su finalización.

El mercado está absorbiendo bien las nuevas construcciones ¿Falta producto? ¿Hay cada vez más promotores que construyen sin saber qué venderán?

CC: Hay más desarrollos especulativos, algo que se no veía desde antes de la crisis y nuevas joint ventures entre fondos y operadores locales para la promoción y el desarrollo de activos, como la de CBRE Global Investors y Montepino, que marcó un hito en el mercado por ser la primera joint venture en España para invertir en activos logísticos en desarrollo desde antes de la etapa precrisis. El mayor atractivo para el fondo es ir de la mano de un partner local. En esas alianzas, mezclamos el expertise de un promotor local con un inversor que deja en manos del promotor tanto el desarrollo como la gestión.

La gran diferencia con el mercado europeo ¿sigue siendo, entonces, el precio del suelo en España?

CC: Sin duda. El precio del suelo en España es mucho más alto que en el resto de Europa. El otro reto es legislativo, las diferentes normativas suponen un problema añadido para el inversor. En ciudades como Málaga, Barcelona y Bilbao hay una escasez de suelo muy importante. Sin embargo, los estándares de sostenibilidad y medio ambiente están a la orden del día. La entrada de los fondos internacionales y la mejora de las instalaciones han hecho de España un país muy equilibrado y atractivo para la inversión y, aunque parezca mentira, la obra de mano cualificada escasea en el sector logístico. Por ejemplo, en el Corredor de Henares, el mayor centro logístico de España, hay una clara escasez y falta de empleados cualificados.

Los family offices, interesados en oficinas o residencial, ¿se están sintiendo atraídos con fuerza por el sector?

“ Crece la demanda por nuevos activos de calidad. Cuando construimos naves de última generación en ubicaciones adecuadas se alquilan antes de su finalización ”

MG: Así es, muchos family offices que sólo invertían en retail, han empezado a hacerlo en el sector logístico e incluso a entrar en la promoción de naves logísticas. Su vocación suele ser patrimonialista. Si las cosas vienen mal, la inversión sigue siendo líquida y la gestión es más limitada que en oficina o retail. Una nave en Coslada es tan segura como un local en la calle Goya, con la diferencia de que el retorno es mayor. Una vez que se lo argumentamos con cifras y datos concretos, el inversor lo entiende, le gusta y se siente bastante cómodo.

Supongo que gran parte de los activos que componen las carteras logísticas son mid-caps, pero su equipo, Carlos, está focalizado en las operaciones de mayor volumen con inversores institucionales...

CC: Sí, cerca del 70% de los activos que componen una cartera son mid-caps. Mi equipo de IP se focaliza en operaciones a partir de €15M-€20M dirigidas a grandes fondos e institucionales. Por debajo de €15M los inversores son banca privada y family offices. Hay dos grandes tipologías: los fondos con tickets por encima de €30M y los core o fondos “value added” cuya estrategia es agrupar activos en build ups previa mejora vía capex. Ofrecemos productos con retornos de entre el 5,25% y el 8,5% en función del precio, localización y riesgo. Ciudades como Bilbao, Málaga o Valencia, que no eran tan preferentes, son puntos extraordinarios para invertir. Tradicionalmente, nos movíamos en retornos históricos del 8%, pero no vemos burbuja, porque los fundamentales y el valor del metro cuadrado siguen siendo razonables.

CCC

El sector logístico, antes obsoleto y atomizado, es un gran protagonista de la inversión inmobiliaria en España



El equipo de IP Industrial & Logística de CBRE España: Miguel Guillermo, Carlos Cuevas, Javier Hazas, Gabriela Delgado y Carlos Perreau de Pinninck.

➔ La actual Colonial poco tiene que ver con la de hace unos años. En los últimos cinco ejercicios, el grupo ha duplicado su valor gracias a su apuesta por el mercado de oficinas en zonas prime y adquisiciones selectivas como Axiare y la francesa SFL, que lo sitúan como líder indiscutible de su segmento. Carmina Ganyet, Directora General Corporativa, explica para Capital & Corporate las claves de este crecimiento.



MAXIMIZA SU VALOR CON LAS COMPRAS DE **AXIARE** Y **SFL**

En 2018, Colonial cerró con éxito la OPA por el 100% de Axiare a €18,36 por acción, que valoraba la compañía en €1.462M. ¿Han culminado la integración? ¿Qué ha supuesto para el grupo?

Así es. Hemos finalizado en tiempo récord la fusión y total integración de Axiare consolidando el liderazgo en oficinas prime en Madrid, París y Barcelona de Colonial, a través de la creación de una plataforma única que nos

permite reforzar nuestro crecimiento en el sector de oficinas, con un modelo sólido via la exposición en zonas prime. La integración de ambas compañías nos ha permitido identificar e implementar importantes fuentes de creación de valor, que ya han tenido un reflejo parcial en las cifras del 2018 y se cristalizarán plenamente en los próximos trimestres. La operación presentaba sinergias operativas y financieras y nos ha permitido reforzar nuestra posición competitiva en el mercado de Madrid. Hemos podido maximizar los precios de alquiler, aprovechando la gestión de una cartera integrada para implementar estrategias de venta cruzada a partir de una mayor amplitud de oferta de productos para retener y atraer clientes.

Otra deal de tamaño es la compra del 22,2% de su filial francesa SFL hasta alcanzar el 80,8%, ¿Cómo de estratégica es la compañía en la estructura de Colonial?

El pasado mes de noviembre, llegamos a un acuerdo con Qatar Investment Authority (QIA) por el cual Colonial pasa a controlar hasta el 81% de su filial francesa SFL. La operación se realizó a través del traspaso del 22,2% de las acciones de SFL en poder de QIA (13,6% en propiedad de Qatar Holding LLC y 8,6% en propiedad de DIC Holding LLC) a Colonial. Con esta operación dimos un significativo paso en la estrategia de mayor simplificación accionarial del grupo reforzando nuestro accionariado con un inversor a largo plazo y aumentado nuestra exposición en un activo de gran calidad como es SFL.

El precio por título implicaba un descuento medio sobre el NAV de un 19%, ¿no? ¿Qué supone este descuento?

En efecto. La transacción se realizó en términos muy ventajosos para Colonial y sus accionistas, a un precio que significó un descuento medio del 19% sobre el último NAV publicado de SFL, lo que nos permitió recoger un impacto muy positivo sobre el beneficio recurrente por acción de más del 10% y en un aumento del +4% del EPRA NAV. Con respecto al importe, es importante señalar que la operación formaba parte del programa Alpha IV que incluía inversiones prime por un total de €756M, que correspondían al 22% adicional de SFL y la compra de un activo de oficinas de 5.710 m² en el eje prime de la Diagonal de Barcelona, y desinversiones de activos no estratégicos por un valor total de €441M.



“Somos rigurosos en las rentabilidades exigidas y en la disciplina financiera asociada a cada inversión. Tenemos capacidad para invertir, pero primamos la rentabilidad por encima de todo”

→ Carmina Ganyet,

Directora General Corporativa
de COLONIAL

Para financiar la operación llevaron a cabo una nueva ampliación de capital en la que QIA se convirtió en el máximo accionista de Colonial, ¿Cómo se reparte ahora su accionariado?

El capital de Colonial está secundado por perfiles con orientación de largo plazo, como QIA que tiene una participación del 20%, el Grupo Finaccess con un porcentaje del 13% y el grupo Águila con un 6%. El resto de nuestro accionariado es free float donde están fondos tradicionales especializados en nuestro sector. Este free float nos permite otorgar unos niveles de liquidez muy interesantes para un valor cotizado. En concreto, QIA ya estaba presente en nuestro accionariado desde 2014, por lo que su mayor exposición refuerza el perfil de largo plazo de nuestros accionistas de referencia que apoyan la estrategia patrimonial activa de la compañía desde hace cinco años.

Recientemente, han puesta en venta un paquete de activos logísticos heredados de Axiare por unos €480M ¿Cómo de avanzado está el proceso?

Uno de nuestro puntos fuertes es nuestra especialización en oficinas. Nuestra actividad se centra en cómo crear valor vía reposicionar y desarrollar edificios de

oficinas de calidad, con una fuerte exposición en zonas prime y, concretamente, en los mercados de Madrid, Barcelona y París. Con la compra de Axiare heredamos una cartera de logística sobre la que hemos tenido gran interés de muchos inversores y que representa menos del 3% de la cartera de Colonial. Dada nuestra vocación permanente de maximizar el valor para nuestros accionistas, nuestra misión es mirar todas las opciones posibles alrededor de la cartera de logística con este objetivo. La desinversión forma parte de una de estas opciones.

¿Tienen en mente otras desinversiones de negocios no estratégicos?

El año pasado vendimos ya activos y seguiremos analizando la posibilidad de reciclar el capital, mediante la desinversión de inmuebles sin más recorrido en valor y la reinversión en oportunidades de inversión atractivas en el mercado de oficinas. Todo ello, manteniendo la máxima disciplina financiera y asegurando una estructura financiera de “investment grade”. En este contexto se enmarca la operación Alpha 2019 que nos ha permitido vender el Hotel Centro Norte, un activo no estratégico en una ubicación secundaria en el noreste de Madrid, con una prima del

+11% sobre la última tasación. Tras esta venta se ha adquirido el 45% restante de la Torre Marenostrum (sede actual de Naturgy), accediendo al 100% de propiedad de este inmueble singular ubicado en el mercado 22@ de Barcelona.

En el capítulo de nuevas inversiones, ¿es seguir consolidando el mercado de oficinas un objetivo de Colonial?

En los últimos cuatro años hemos invertido cerca de €2.000M. Fruto de estas adquisiciones, de la búsqueda de oportunidades fuera de mercado con alto potencial de rentabilidad y de la disciplina asociada a cada decisión de inversión, hoy Colonial tiene la mejor cartera de proyectos de oficinas (€1.300M), todos ubicados en el centro de las ciudades donde operamos. Una vez finalizados, a lo largo de los próximos cinco ejercicios, podrán generar unas rentas anuales de aproximadamente €100M. Dicho esto, somos una compañía con una velocidad de cruce que invierte entre €200M y €400M al año, pero lo que prima en nuestra política de inversiones es la rentabilidad de las oportunidades de inversión. Somos rigurosos en las rentabilidades exigidas y en la disciplina financiera asociada a cada inversión. Tenemos ca-

“ Desde 2014, el valor neto de la compañía ha ascendido de €4,49 por acción a los actuales €10,03. Incluyendo el dividendo, en estos 5 años, hemos ofrecido un retorno total para el accionista del 134% ”



pacidad para invertir, pero primamos la rentabilidad por encima de todo.

¿Cuáles fueron las cifras de Colonial durante el primer trimestre de 2019? ¿Qué áreas se han comportado mejor?

Hemos iniciado 2019 con un incremento del 65% del resultado neto recurrente que se sustenta en un portfolio de activos de gran calidad y en ubicaciones prime, reforzado por la ejecución de la fusión con Axiare (y la posterior desinversión de activos no estratégicos) y por la compra de un 22% adicional de SFL. Estos buenos resultados llegan después de cerrar 2018 con un beneficio de €525M, uno de los mejores resultados de la historia de la compañía. El fuerte incremento de los ingresos se basa en el importante incremento de los ingresos por rentas de la cartera comparable “like for like” en los tres mercados en los que operamos, que se sitúa entre los más altos en Europa y proviene sobre todo de la capacidad de Colonial de capturar in-

crementos en precios de alquiler, gracias a nuestro posicionamiento en CBD. Si comparamos, en renovaciones de contratos, las nuevas rentas con las rentas anteriores, el aumento de precios es de doble dígito: Madrid (+29%), Barcelona (+23%) y París (+14%).

Estos resultados nada tienen que ver con los de hace unos años, ¿cómo han conseguido mejorar sus cifras?

Hemos mantenido evolución positiva de forma sostenida desde mediados de 2014. En este periodo, el valor neto de la compañía ha ascendido de €4,49 por acción a los actuales €10,03 a cierre de 2018. Incluyendo el dividendo, en estos 5 años, Colonial ha ofrecido un retorno total para el accionista del 134%, situándose como la inmobiliaria con mayor retorno en todo el sector en Europa. Las claves de esta evolución reside en varios factores: vocación industrial buscando el valor máximo en cada uno de nuestros edificios y proyectos; inversión selectiva

de más de €2.000M primando la rentabilidad y el perfil de “value added”; gestión activa de los contratos y de los inmuebles para captar el crecimiento de rentas; gestión activa de la deuda y disciplina financiera mejorando la calificación crediticia y, por tanto, los costes financieros. Más de la mitad del valor que hemos dado a nuestros accionistas procede de la gestión activa de los inmuebles, de su reposición y de todas las estrategias de “value added”. El resto lo ha completado la propia recuperación del mercado.

¿Y su deuda? ¿Cómo ha evolucionado?

Llevamos unos años trabajando en la mejora de la calidad de nuestra deuda. Somos la primera compañía inmobiliaria española con un rating BBB+ de S&P y nuestro endeudamiento está entorno al 38% del valor de nuestros activos. Además, es mayoritariamente deuda corporativa, emitida en los mercados de bonos y sin ningún vencimiento en los próximos cinco años.

¿Cuáles son los retos de Colonial a corto plazo?

Seguir evolucionando en la ejecución de nuestro plan de negocio, lo que significa gestionar los más de 12 proyectos que tenemos en el pipeline, continuar gestionando la cartera de oficinas en explotación, liderando el crecimiento de rentas, y explorando las mejores oportunidades de inversión, siempre con rigor financiero. Esta política nos ha llevado a crear una compañía muy sólida, con mayor tamaño y con unas excelentes perspectivas de crecimiento para los próximos años. Además, aspiramos a mantener un liderazgo en el ámbito de la Responsabilidad Social Corporativa (ESG) y en innovación tecnológica. Durante 2018, alcanzamos importantes avances en los ratings corporativos que evalúan todos los aspectos no financieros. Por ejemplo, MSCI ha incrementado el rating hasta AA desde BBB, destacando la puntuación en el ámbito de Gobierno Corporativo. Por otro lado, hemos alcanzado de nuevo el nivel de “GreenStar” en la calificación de GRESB que califica a más de 800 compañías a nivel mundial y nuestra cartera de inmuebles en explotación ostenta un 91% de calificaciones de máxima eficiencia energética Leed o Breeam. También hemos acelerado iniciativas “Proptech”, que permiten maximizar el servicio a nuestros clientes con la flexibilidad de espacios coworking a través de UtopicUs y liderar nuevas tendencias tecnológicas en nuestro sector.



ÚLTIMAS OPERACIONES CORPORATIVAS DE COLONIAL

AÑO	EMPRESA	COMPRADOR	VENDEDOR	% ADQUIRIDO (% ALCANZADO)	DEAL VALUE (EN €M)
2018	Axiare Patrimonio	Colonial		p. mayoritaria (100%) OPA	
2018	Colonial	Qatar Investment Authority (QIA)	Ampliación de Capital	10,5%	unos 496
2018	Société Foncière Lyonnaise (SFL)	Colonial	Qatar Investment Authority (QIA)	22,2% (80,8%)	718
2017	Axiare Patrimonio	Colonial	Pelham Capital Bolsa	13,3% (28,79%)	195
2017	Utopic US	Colonial	Rafael de Ramón	p. mayoritario	
2016	Axiare Patrimonio	Colonial		15,1%	135,58

SOLUCIONES INNOVADORAS DE VIRTUAL DATA ROOM PARA LOS NUEVOS RETOS DEL SECTOR ENERGÉTICO

El sector de energías renovables está en plena efervescencia en España, con una oleada de operaciones corporativas en el horizonte. El gran interés del inversor internacional y el nuevo paradigma hacia el que camina la industria han permitido que, a los fondos y corporates españoles, usuarios tradicionales de la Virtual Data Room (VDR) de Multipartner, se sumen las nuevas demandas de asesores especializados junto a iniciativas y proyectos de innovación sostenible como el portal Futur-e de Enel, un caso de economía circular ejemplar.

Una vez que el sistema regulatorio ha demostrado ser sostenible a largo plazo, el capital internacional está fluyendo nuevamente con fuerza hacia el sector de renovables en España, donde Multipartner y su Virtual Data Room (VDR) no han parado de ampliar su presencia con nuevos usos y soluciones que permiten optimizar las operaciones de M&A y los proyectos más innovadores. A su tradicional labor como soporte en fusiones y adquisiciones, venta de activos y procesos de due diligence, se suman nuevas funcionalidades, como explica **Mar García Rodero, Área Manager de España & Latam**. “Los fondos de private equity solían emplear la VDR como soporte en sus procesos de desinversión y due diligence, pero empiezan a descubrir sus ventajas para gestionar carteras y portafolios de energías renovables, optimizar el fundraising y servir como portal de comunicación directa y permanente con sus Limited Partners”. En definitiva, en cualquier proyecto u operación que requiera un espacio virtual de trabajo para intercambiar información sensible con la máxima seguridad y confidencialidad.

Una compañía que después de 40 años de apuesta por las energías renovables está en pleno crecimiento y expansión es Norvento. La promotora gallega prevé aumentar su facturación un 60% en 2022. **Nicolás Louzán Pérez, Responsable de Proyectos del Área de Energías Renovables de Norvento**, asegura que su objetivo es convertirse en una empresa de base tecnológica, siempre dentro del ámbito de la energía limpia, tanto en la generación como en el almacenamiento y gestión de la misma. “Durante este periodo, am-

pliaremos considerablemente nuestra base de activos de generación, que se suma al crecimiento ligado a nuestros negocios tecnológicos y de energía distribuida, donde lanzaremos varios nuevos productos orientados al sector industrial”.

Project Finance de parques

Norvento lleva trabajando con Multipartner desde 2013 y, durante estos años, ha culminado con éxito varias compraventas a través de la VDR, “tanto de desarrollos de renovables en EE.UU. como operaciones en España y en el extranjero, así como para el intercambio de documentación en el Project Finance de nuestros parques actualmente en fase de construcción”, explica **Louzán Pérez**. El sector de energías renovables es cada vez más consciente de

los riesgos asociados al intercambio de información en las complejas transacciones de M&A, ya sea nacionales o crossborder. En un mercado cada vez más global, la internacionalización se sitúa como uno de los grandes retos de futuro. En este sentido, Multipartner es un proveedor oficial de VDR de **Enel** desde hace varios años y colabora con el grupo en un proyecto ambicioso de economía circular, Futur-e: un portal de licitaciones cuyo objetivo es reconvertir centrales de generación energética tradicional en Italia hacia nuevos usos sostenibles. Activos que han dejado de ser competitivos en el mercado local pero con un enorme potencial y cuyo renacimiento les permite transformarse en centros comerciales o en áreas dedicadas a la alta tecnología, la cultura, la ciencia

o el turismo, siguiendo los pasos de la Tate Modern Gallery de Londres o del CaixaForum de Madrid. Desde 2016, la VDR de Multipartner está sirviendo de punto de encuentro para que, aplicando los principios de sostenibilidad, inversores y desarrolladores presenten sus soluciones a través de licitaciones internacionales. En el proyecto inicial se incluyeron 23 centrales en Italia a las que, en 2017, se unió la antigua zona minera de Santa Bárbara, en Toscana. La VDR de Multipartner es el espacio virtual donde se deposita toda la documentación sobre las centrales objeto de licitación -datos catastrales y técnicos, mapas, planos, etc.- para que puedan acceder a ella los distintos participantes en el proceso. La plataforma acoge también los formularios de las propuestas que, una vez cumplimentados, se suben a la VDR para presentarlos formalmente a Enel, agilizando así el procedimiento y haciéndolo totalmente “paperless”.

Un proyecto ejemplar

El Politécnico de Milán, Socio Técnico de Futur-e, accede a la plataforma de Multipartner para consultar las propuestas, analizarlas y darles o no su conformidad. De momento, los proyectos han dado solución, por ejemplo, a un parque dedicado al sector automotriz para la antigua planta de Trino, en la provincia de Vercelli; y a un pueblo turístico al aire libre para Porto Tolle, en la provincia de Rovigo. Iniciativas que contribuyen a los objetivos y metas de Desarrollo Sostenible. **Mar García Rodero, Área Manager de España & Latam**, explica que “con el proyecto Futur-e, Multipartner está contribuyendo a dar una nueva vida a las grandes centrales termoeléctricas en Italia en un exhaustivo proceso de selección y licitación internacional, y, al mismo tiempo, sirve como repositorio para custodiar de forma segura todos los documentos oficiales intercambiados por las partes implicadas en el proceso”.

“ Multipartner colabora con el proyecto Futur-e de Enel, generando soluciones de economía circular mediante un portal de licitaciones a escala internacional ”



Mar García Rodero, Área Manager Spain&Latam de Multipartner y **Sabrina Girardi**, Corporate Communication Director

Los inversores internacionales ponen a España a tiro de OPA

Las OPAs continúan protagonizando grandes movimientos corporativos en la Bolsa española. La intensa actividad de 2018 ha dado paso a ofertas como Parques Reunidos (EQT), Telepizza (KKR) y Dia (Letterone), en las que los grandes inversores internacionales marcan el ritmo. El potencial de las cotizadas españolas, la elevada liquidez y los bajos múltiplos de valoración bursátil en comparación con los de las transacciones privadas, principales atractivos de este tipo de operaciones.

“Me parece muy positivo que el supervisor señale que, en el futuro, actuará como en la OPA de Abertis”

COMO UNO DE LOS MAYORES EXPERTOS LEGALES EN OPAS EN ESPAÑA, ¿CUÁLES SON, EN GENERAL, LAS PECULIARIDADES LEGALES DEL PROCESO?

Las OPAs son operaciones muy complejas que no pueden improvisarse. Intervienen en ellas intereses contrapuestos en alto grado. Oferente, sociedad afectada por la oferta, consejo de administración de la sociedad, trabajadores, accionistas de referencia y minoritarios etc. El asesor debe dar al oferente todas las perspectivas posibles del proceso y, además, tener la imaginación suficiente para poder ofrecer soluciones sólidas desde un punto de vista jurídico y despejar los problemas que pueden identificarse pero que, en realidad, no lo son. Las áreas del derecho que pueden llegar a intervenir en una OPA son muy variadas, desde el derecho del mercado de valores al de la competencia; fiscal, derecho de publicidad, administrativo general y especial, si la sociedad sobre la que se lanza la OPA opera en un sector regulado.

LIDERÓ EL ASESORAMIENTO LEGAL A ATLANTIA EN LA OPA DE ABERTIS, LA MAYOR OFERTA

DE LA ÚLTIMA DÉCADA EN ESPAÑA, ¿HA SIDO EL DEAL MÁS COMPLEJO DE SU TRAYECTORIA PROFESIONAL?

Está entre los tres deals más complejos de mi trayectoria profesional junto con la fase primera de negociación de la fusión entre Iberia y British Airways y la titulización de la llamada “Moratoria Nuclear”. Los motivos de esta complejidad son diversos: fue la primera OPA en España en la que la autorización de la CNMV fue otorgada mediando un requerimiento del Gobierno (ministerios de Energía y Fomento), cuyo objeto era paralizar dicha autorización; y el precio consistió alternativa y conjuntamente en acciones y efectivo. Además, en fase de oferta competidora, el oferente inicial y el segundo oferente alcanzaron un acuerdo por el que el oferente inicial desistía de su oferta para integrarse en una única oferta junto al segundo oferente y la matriz de éste. Creo que el mercado entiende que esta es la OPA más compleja en España desde la entrada en vigor del Real Decreto 1066/2007. La sofisticación de las partes involucradas por el oferente competidor

(ACS/Hochtief) así como de sus asesores legales permitieron un trabajo en equipo muy enriquecedor y con un buen resultado para todos.

EN LA OPA DE ABERTIS, LA CNMV CONFIRMÓ SU AUTORIZACIÓN PESE AL POSIBLE RECURSO CONTENCIOSO ADMINISTRATIVO. EL DOCUMENTO DE LA CNMV, ¿AUMENTA LA SEGURIDAD JURÍDICA EN ESTOS PROCESOS?

Sin duda los criterios de orientación que publica el supervisor son una guía fundamental para el mercado y sus operadores, entre los que están los asesores legales. El documento publicado en diciembre inicia -en palabras de la CNMV- “una serie que se ira enriqueciendo en el futuro”. En particular, es muy interesante lo que tiene que decir en relación con el artículo 26.2 del RD 1066/2007 porque le pone “cara y ojos” a la OPA de Abertis. Lo mismo ocurre con el artículo 31.2 y el 28. Los criterios interpretativos, como es normal están, de acuerdo con la publicación comentada, sujetos a la reserva de que la CNMV pueda “reconsiderar su contenido o apartarse de él con ocasión del ejercicio de sus funciones de supervisión, teniendo en cuenta en particular las circunstancias que concurran en cada caso”.

¿SE ESTÁ ABORDANDO CON DETALLE UN NUEVO DESARROLLO NORMATIVO SOBRE OPAS

a falta de salidas a Bolsa, el Mercado Continuo vive una auténtica ebullición de deals corporativos con las OPAs como protagonistas. Tras un 2018 marcado por este tipo de operaciones, las ofertas públicas de adquisición se han intensificado en los primeros meses de 2019. Las propuestas de EQT sobre **Parques Reunidos**, KKR y sus socios sobre **Telepizza** y Letterone sobre **Dia** han avivado aún más el baile de las cotizadas. España vive un momento único en el que han confluído los factores más propicios para el lanzamiento de una OPA. Por ello, en menos de un año, casi una quincena de compañías cotizadas ha cambiado de manos o, previsiblemente, lo harán en los próximos meses, cuando culminen los últimos procesos lanzados. “Indudablemente, la recuperación de la economía española y la confianza generada entre los inversores supone que éstos miren nuestra base empresarial con especial atención. El interés por España y la abundante liquidez existente, unida a las buenas condiciones de financiación y a un mercado más flexible a niveles de apalancamiento altos, convierte a determinadas cotizadas españolas en un interesante objetivo a tener muy en cuenta”,

señala **Nacho Moreno, Responsable de Banca de Inversión de Barclays**. Según **Pedro Sansó, Managing Director de Banca de Inversión de Citi**, la escasez de oportunidades en el mercado privado, la mayor competencia entre los fondos de private equity y el arbitraje de múltiplos de valoración entre el mercado cotizado y el privado son otros factores a tener en cuenta. Actualmente, las transacciones privadas cierran a múltiplos superiores a los múltiplos de cotización de compañías cotizadas, lo que deja al descubierto buenas oportunidades de inversión en Bolsa. Además, “el creciente interés por el mercado cotizado responde a una tendencia generalizada de consolidación y búsqueda de crecimiento, enmarcado en un entorno jurídico y regulatorio estable. Las empresas españolas destacan por sus mejores perspectivas de crecimiento frente al resto de la UE, sólidos equipos directivos, buenas prácticas de gobierno corporativo y un nivel de apalancamiento moderado”, señala **Sansó**. A todo esto, **Alejandro Ortiz, Socio de Corporate/M&A de Linklaters**, añade “el menor riesgo de ejecución de una OPA bien estructurada, con irrevocables o acuerdos con accionistas significativos, si se

compara con los cada vez más habituales procesos organizados y competitivos para la venta de compañías privadas, que exigen gran cantidad de recursos, con un resultado incierto por la gran competencia”. En concreto, **NH Hoteles**, **Hispania**, **Testa**, **Abertis**, **Axiare**, **Euro-pac**, **Natra**, **Bodegas Bilbaínas** o **GAM** han sido objeto de una OPA por parte de grupos familiares o empresas competidoras con sede dentro o fuera de nuestras fronteras y, en su mayoría, inversores financieros internacionales. Para **Cecilia de la Hoz, Socia del área de Transacciones de EY**, el motivo suele ser el tamaño de la transacción. “Hay pocos fondos españoles capaces de desembolsar los más de €500M que requiere a menudo una OPA, de ahí que sean los grandes fondos extranjeros los que estén protagonizando algunas de las OPAs de este año”.

Futuros procesos

La calidad de los balances de las cotizadas españolas y su competitividad las han puesto en el punto de mira de los inversores, un interés que podría materializarse a través de nuevas OPAs en los próximos meses. Lo cierto es que la mayoría de los nombres que se barajaban en

EN ESPAÑA O SIGUE SIN HABER ATISBOS DE MODIFICACIÓN DEL REAL DECRETO ACTUAL?

No, de momento. En España solemos volver sobre los problemas cuando éstos se plantean de nuevo. La OPA de Abertis generó un choque o un toque de atención entre reguladores que, afortunadamente, no llegó a mayores, pero me da la sensación de que hasta que no volvamos a encontrarnos con una situación parecida no se volverá a abordar con detalle un nuevo desarrollo normativo.

ADEMÁS DEL ARTÍCULO 26 SOBRE AUTORIZACIONES Y PERMISOS, ¿EN QUÉ OTROS ASPECTOS RESULTA NECESARIA UNA MODIFICACIÓN DE LA LEY DE OPAS ACTUAL?

Particularmente, destacaría, al menos, otros tres aspectos fundamentales a abordar: las condiciones generales de las OPAs voluntarias, el régimen de OPAs competidoras y el régimen de squeeze-out, partiendo de la base de que cualquier modificación debería ir siempre encaminada a flexibilizar más los procesos y a eliminar lagunas. Por ejemplo, en las OPAs voluntarias no debería haber más condiciones que las puramente admisibles en derecho y siempre teniendo en cuenta los intereses de los minoritarios. En cuanto al régimen de competidoras, se deberían clarificar los plazos y mecanismos. Si el régimen fuera más claro, probablemente habría una mayor fluidez en la formulación de las operaciones. Y, por último, el mecanismo

de squeeze-out o compra forzosa tras la OPA también debería flexibilizarse para ser más fácil y más rápido. Hoy en día es una regulación aceptada y considerada beneficiosa para los accionistas de sociedades cotizadas, pero ¿qué pasa cuando estás por debajo del umbral del 90% y el motivo no es que los accionistas no quieran vender, sino que no se enteran? Todavía pasan cosas como ésta.

EN BASE A SU DILATADA EXPERIENCIA, ¿QUÉ ELEMENTOS SON CLAVE PARA QUE ESTAS OPERACIONES FRUCTIFIQUEN?

Durante 2017 y 2018, DLA Piper ha intervenido como asesor en un total de nueve ofertas de adquisición (siete de ellas durante 2018). En primer lugar, que exista un buen proyecto para el grupo resultante de la OPA es importante. Aunque tras una oferta para tomar el control de una sociedad, los accionistas a los que se dirige la oferta no van a participar en el grupo resultante, salvo en el caso de las OPAs mixtas, de ese buen proyecto sí resultan beneficiarios otros stakeholders como clientes, plantilla o la comunidad en la que se desarrolla su negocio. Son intereses que van más allá de las sinergias y del beneficio empresarial y que deben tenerse en cuenta. Otro elemento clave es una preparación previa del proceso que identifique con el mayor grado de detalle posible todos los factores a tener en cuenta. El tercer punto clave es, sin duda, un buen precio. Al final, estas



ÍÑIGO GÓMEZ-JORDANA,
Senior Partner de DLA PIPER en España

operaciones, con matices, son compraventas en el mercado y, por ello, el precio es determinante en el éxito del proceso. Y, por último, una buena estructura de financiación cuando ésta es necesaria y un conocimiento profundo de las implicaciones y del proceso legal que afecta a la OPA.



las quinielas ya han sido objeto de ofertas exitosas en los últimos meses, pero sigue habiendo candidatas a ser opadas. Según **De la Hoz**, estas compañías tienen denominadores comunes: “un precio en Bolsa que no refleja su valor intrínseco a largo plazo; un free float reducido que hace que el valor tenga poca liquidez en el mercado y, por tanto, su presencia en Bolsa no tenga mucho sentido; y se encuentran en un momento de transformación de su modelo de negocio en el que la compañía puede beneficiarse de estar en manos privadas que gestionen el proceso con la agilidad necesaria, sin tener que rendir cuentas a reguladores y accionistas”. Sin duda, la posibilidad de poner en marcha estrategias alternativas que puedan maximizar su valor al generar sinergias con la compradora permite que los oferentes puedan pagar un precio que incluya una prima sobre el valor del mercado, de manera que la OPA tenga aún más sentido y resulte más atractiva. Por sectores, infraestructuras, inmobiliario, energético y financiero son los más habituales, cada uno con motivaciones diferentes, aunque en la mayor parte de los casos con las sinergias como telón de fondo. En cualquier caso, todas las

compañías independientemente de su tamaño son susceptibles de ser opadas por perfiles de oferentes muy distintos. “Hemos visto ofertas lideradas por sus propios accionistas (Telepizza, Parques Reunidos,...), accionistas que encuentran más atractivo y seguro invertir en compañías que ya conocen. Otras responden a estrategias de consolidación por parte de competidores estratégicos (Aber-tis, Saeta Yield, Europac, NH Hoteles, Axiare,...), en busca de crecimiento y sinergias. Y, por último, otras que responden a situaciones oportunísticas (Día), a la búsqueda de un mayor componente tecnológico (Tecnocom), etc.”, señala **Sansó**.

En general, una característica importante a la hora de valorar una OPA es la estructura de capital de la cotizada, ya que las posibilidades de éxito son mucho mayores si el oferente alcanza acuerdos previos con accionistas significativos. “En España, las OPAs no amistosas (con accionistas relevantes o el Consejo en contra) generalmente no han triunfado. Otro aspecto importante es el relativo al precio y su consideración como “equitativo” a los efectos del Real Decreto de OPAs (aún en el caso de OPAs voluntarias). En este sentido, además de que el precio de la OPA represente una prima atractiva para los accionistas, lo normal es que el nivel de aceptación de una OPA formulada a precio equitativo sea superior si se compara con una que no cumple ese requisito (como fueron los casos de

“ Para asegurar su éxito, los oferentes están firmando, con carácter previo, un compromiso irrevocable de aceptación con los principales accionistas ”

CVC sobre Deoleo y de Letterone sobre DIA, al menos hasta que el precio se consideró equitativo posteriormente por la CNMV)”, opina **Esteban Arza**, Managing Associate de Corporate/M&A de Linklaters.

OPAs exitosas

Sin duda, nuestro mercado está muy poco abierto al lanzamiento de ofertas hostiles, ya que, a diferencia del británico o el estadounidense, la mayor parte de las empresas suelen tener accionistas de referencia que marcan con su apoyo el futuro resultado de la oferta. En gran parte de los deals, una de las principales claves para lograr que la OPA salga adelante pasa por llegar a un acuerdo con los socios de control de la opada o compromiso irrevocable con el que el oferente se asegura un amplio porcentaje del capital, así como lograr que el Consejo de Administración del target apoye la operación de adquisición mediante la emisión del preceptivo informe favorable. “Recurrentemente, los oferentes están firmando, con carácter previo al anuncio de la OPA, un compromiso irrevocable de aceptación con los principales accionistas de la sociedad “opada”. Aunque no lo calificaríamos como denominador común, esta circunstancia se ha dado en muchas de las opas recientes, como las formuladas sobre Telepizza, Europac, Hispania, Saeta Yield, Clínica Baviera o Tecnocom. Este compromiso puede ser “soft”, en cuyo caso el accio-

integral;

/Del lat. mediev. integralis./

Adjetivo

1. Que comprende todos los elementos o aspectos de algo.
2. Resultado de integrar una expresión diferencial.

3. Asesoramiento de Savills Aguirre Newman

*Oficinas. Industrial - Logístico.
Centros Comerciales. High Street Retail.
Residencial. Suelo. Mercados alternativos. Hoteles.*



www.savills-aguirrenewman.es

Paseo de la Castellana, 81

+34 91 319 13 14 | asesores@savills-aguirrenewman.es

nista podría aceptar eventuales OPAs competidoras (que, necesariamente, han de mejorar la oferta original), o “hard”, en cuyo caso el accionista aceptaría la OPA original incluso en el supuesto de que se formule una oferta competidora”, apunta **Gabriel Nuñez, Socio de Uría Menéndez**. En todas las ofertas existen negociaciones al respecto, sean unos u otros socios. Dichas negociaciones son generalmente lideradas por los asesores financieros de la operación y el oferente, y también sirven para realizar un análisis detallado de la compañía, sus accionistas, valoración, precio, posibles competidores y estrategias a seguir. Para **Moreno**, “la mayoría de las ofertas suelen llegar a buen puerto y el papel del banco de inversión en el proceso cobra una gran importancia. Una OPA es una operación financiera que requiere mucho esfuerzo y recursos por parte de los compradores y en el que el precio se convierte en ele-

mento clave. Sin ánimo de generalizar, recomendamos a nuestros clientes tener estos acuerdos concretados antes de lanzar una OPA, ya que proporcionan visibilidad para el éxito de dicha oferta. En otros casos, el apoyo de determinados accionistas llega en el momento en que el Consejo de Administración presenta el informe sobre la OPA en la CNMV y en donde tienen que manifestar si deciden acudir a la OPA o no”.

Estadísticamente, un alto porcentaje de las operaciones amistosas llegan a término con éxito. Éste depende principalmente del precio al que los accionistas estén dispuestos a vender sus acciones y al grado de certeza de ejecución de la oferta. “De las 68 OPAs autorizadas por la CNMV, solo una ha tenido resultado negativo, por no haberse cumplido una de las condiciones a las que estaba sujeta. A ella habría que añadir las “perdedoras” de las dos únicas ofertas competidoras que se han formulado en España desde 2007, una sobre Realia y otra sobre Abertis. No obstante, Hochtief y Atlan-

“Una OPA por la totalidad busca alcanzar un 90% de aceptación para permitir que el comprador pueda atraer a los minoritarios que no hayan aceptado vender”



tia, al principio competidores en el proceso, acordaron juntar fuerzas. El factor más determinante es que, una vez anunciada una OPA, esta deviene irrevocable, salvo que concurran circunstancias muy concretas y limitadas”, recuerda **Álvaro López, Abogado de Uría Menéndez**.

La clave está en el precio

A diferencia de un deal privado, en una OPA el precio lo fija el oferente. No requiere aprobación por Consejo ni por Junta General de Accionistas, es una oferta que hace directamente el futuro comprador y, por tanto, solo él debe decidir a qué precio piensa que estarán dispuestos a vender los accionistas. “Existen ciertas reglas que regulan el precio mínimo al que puede realizarse una oferta, principalmente en caso de OPA obligatoria o de OPA con intención de excluir de cotización. Para ello el regulador exige un informe realizado por un experto independiente que valide que dicho precio de oferta se ajusta al cálculo de precio equitativo según la Ley de OPAs en España. Además, existe un principio de igualdad de trato y, por tanto, el precio de oferta ha de ser el mismo para todos los accionistas”, dice **Sansó**. En opinión de **Moreno**, “el objetivo de cualquier OPA por la totalidad es alcanzar un 90% de aceptación -y el 90% a los que iba dirigida la oferta- para permitir que el comprador, según la Ley, pueda atraer a los minoritarios que no hayan aceptado vender. Dicho esto, en algunos casos vemos que hay una discrepancia entre la valoración fundamental de una compañía y el precio que hay que ofrecer para asegurar un nivel de aceptación determinado”.

Para evitar posibles desavenencias en el precio, lo recomendable es realizar una buena valoración de la compañía previamente. El proceso es mucho más complejo en una OPA que en una adquisición negociada en la que únicamente hay que poner de acuerdo a dos partes. “El grado de aceptación que se pretende, el tipo de inversores que ostentan las acciones, la cotización histórica del valor, etc. juegan un papel importante en la determinación del precio, además del resto de factores habituales en una valoración (plan de negocio, múltiplos a los que cotizan las empresas del sector, etc.). Además, es una valoración que pretende obtener la aprobación de la CNMV y que será cuidadosamente analizada por los accionistas antes de la aceptación de la OPA, por lo que tiene que estar extremadamente bien sustentada y soportada”, concluye **De la Hoz**.

OPTIMISMO MODERADO EN M&A Y MERCADOS DE CAPITALES EN 2019

En un difícil entorno macroeconómico y político, los expertos sugieren un optimismo moderado en 2019 respecto a la evolución del M&A y los mercados de capitales. Matthew Toole, Director de Deals Intelligence de Refinitiv, presenta los aspectos más destacados de la encuesta de opinión realizada por la firma en asociación con Greenwich Associates.

La encuesta, realizada por Refinitiv en 53 países, entre noviembre de 2018 y enero de 2019, a 470 profesionales y ejecutivos proporciona una evaluación cuantitativa profunda de las opiniones y tendencias en M&A, mercados de capitales -Equity Capital Markets (ECM) - y deuda -Debt Capital Markets (DCM)-.

1. Las expectativas se muestran prácticamente estables para las fusiones y adquisiciones a

escala global en 2019, siendo particularmente positivas en los sectores tecnológico, salud y energía y mostrando un crecimiento moderado de los mercados de capitales. En Europa, los expertos son bajistas respecto al M&A, con una caída estimada del 2%, y más optimistas en mercados de capitales, donde estiman un aumento del 2,6%.

2. La recesión se percibe como el riesgo principal. El 56% de los encuestados la sitúa

entre los tres primeros puestos, siendo los estadounidenses los más preocupados.

3. Hacer frente a la competencia y a los efectos de la desaceleración son los otros dos factores que más inquietan, seguidos de los tipos de interés y de los cambios en la política comercial de EE.UU.

4. Dos tercios de los expertos consideran que el Brexit hará que las empresas del Reino Unido se perciban como objetivos de adquisición menos atractivos.



5. En 2018, el gran número de operaciones de M&A de gran tamaño impulsaron el valor agregado de las transacciones por encima de los \$11.000M, pese a las caídas interanuales en los mercados de acciones y de deuda, del 12% y del 8%, respectivamente. Los expertos sugieren que, en general, este nivel será sostenible pese a la incertidumbre macroeconómica presente en 2019.

Infraestructuras, inmobiliario y sanidad, tres grandes sectores en el foco inversor en España



Silvia Ferrer,
Proposition Advisory & Investment
Management, Refinitiv Iberia

¿El mercado de M&A en España está manteniendo su tendencia positiva de los últimos dos años?

Según datos de Refinitiv, en 2018 el mercado de fusiones y adquisiciones en España mantuvo la tendencia creciente de 2017 de 2017. Los inversores internacionales fueron los grandes protagonistas de transacciones y megadeals como la entrada de Minor en NH o la OPA de Abertis que copó el ejercicio. Tampoco podemos olvidarnos del im-

pulso recibido por las importantes operaciones ligadas al private equity. En 2019 esperamos que continúe la tendencia positiva. Aunque será un año importante con eventos políticos y financieros en Europa, como el Brexit, la enorme liquidez de los grandes fondos así como el creciente apetito de los inversores extranjeros permiten aventurar buenas perspectivas para el mercado de operaciones corporativas en España.

En este entorno de gran liquidez de equity y deuda, ¿hay un alza general de las valoraciones?

Así es. En el primer semestre del año hemos visto valoraciones muy elevadas, debido a la necesidad de las compañías de consolidar sus negocios e impulsar el valor de sus activos. Asimismo, se observa un crecimiento generalizado de los múltiplos de ebitda hasta alcanzar los dos dígitos. Estos factores, junto a la situación macroeconómica actual, están produciendo una ralentización de ciertas operaciones.

Estamos viendo muchas compañías con valoraciones altas y beneficios récord ¿España sigue siendo un país atractivo para la inversión extranjera? ¿Qué sectores están más en el foco?

Efectivamente, España sigue en el foco de los grandes inversores internacionales pese a que la inversión china se esté ralentizando debido a la posición de las autoridades de Competencia. Este año hay dos sectores especialmente atractivos: la gestión de agua (infraestructuras) y las clínicas de fertilidad, donde ya ha habido cierta actividad en los últimos meses, con operaciones como la protagonizada por EQT con la compra del grupo de clínicas Igenomix. También se prevé que continúe el dinamismo en el sector inmobiliario, principalmente en el subsector de las SOCIMIs, donde ya ha habido muchas salidas a Bolsa y todavía queda pendiente un proceso de consolidación que se está ralentizando ante las expectativas de los gestores, reacios a perder su "fees".

El tiempo de los tipos de interés ultra-bajos parece que va a terminar... ¿Unos tipos más altos supondrían, necesariamente, una ralentización de las operaciones?

Uno de los principales obstáculos para el M&A este año es la incertidumbre económica y política con el Brexit, las elecciones europeas, posibles subidas de tipos de interés y la guerra comercial entre EE.UU. y China. Este contexto macroeconómico podría derivar en un descenso de la banca nacional como fuente de financiación, (aunque durante 2019 seguirá siendo la principal) y un viraje hacia otras fuentes de financiación alternativas y al private equity. En este sentido, el crecimiento de la deuda en los países de nuestro entorno podría replicarse en España durante los próximos años. Además, una posible subida de los tipos de interés a lo largo de 2019 afectaría negativamente al consumo y a la inversión, así como a los ratios de apalancamiento financiero. Y, por otro lado, podría derivar en una ralentización de las operaciones corporativas en determinados nichos de negocio como las telecomunicaciones o el sector eléctrico.



→ La abundante liquidez, el apetito inversor y las valoraciones atractivas -que permiten captar retornos particularmente elevados- siguen dibujando un mercado favorable para la desinversión y propicio para la venta de activos no estratégicos. El 5º Foro celebrado por Accenture Strategy M&A y Capital & Corporate ha debatido sobre los riesgos y mejores prácticas en estos procesos que permiten dar salida a negocios “non core” al mismo tiempo que se fortalece el posicionamiento competitivo de las compañías.

Desinversión de activos no estratégicos:

Incrementando el foco y la agilidad ante un entorno cambiante

El apetito inversor, la liquidez existente y, en general, las valoraciones atractivas, dibujan un escenario propicio para la desinversión en un mercado donde el vendedor es quien marca el paso. Tanto los grupos industriales como los fondos de private equity están aprovechando la ventana de oportunidad para revisar sus estrategias y examinar sus carteras, poniendo en venta aquellos activos non core con los que pueden maximizar retornos en un entorno global cada vez más complejo. La zona euro se enfrenta a desafíos, riesgos y tensiones geopolíticas como la amenaza del Brexit, uno de los desafíos más inmediatos para la economía española. Desde la **Dirección General de Economía y Estadística**



del Banco de España, **Óscar Arce**, señala que su impacto y sus efectos sobre nuestra economía siguen siendo impredecibles. “Todo dependerá del modelo de Brexit por el que se opte finalmente. Las soluciones “pactadas” tendrían un efecto limitado o moderado y, en buena medida, ya descontado. Pero otros escenarios posibles, especialmente si el Brexit se produce sin acuerdo entre las partes, pueden llegar a afectar a la confianza general, tanto de ciudadanos como de empresas e inversores. Desde luego, está

en el interés de todos, no sólo de los británicos, que este episodio se resuelva de la mejor manera posible”.

CARVE OUTS COMO GENERADORES DE VALOR

En general, las valoraciones en España han subido, pero tampoco han bajado las exigencias de los inversores para adquirir activos. Y, por otro lado, hay mayor visibilidad de resultados: en 2014 o 2015, los vendedores querían cerrar rápidamente los procesos, había cierta urgencia, mientras que, ahora, trimestre a trimestre, los resultados empresariales van mejorando, por lo que puede haber cierto arbitraje de valoraciones en el hecho de esperar unos meses más. En el caso de los carve outs, en la anterior oleada de este tipo de operaciones en España, la principal motivación era financiarse y captar recursos en un entorno general de sequía crediticia. Sin embargo, en el mercado actual, el objetivo es adaptarse a un mercado en transformación que se enfrenta a un cambio de ciclo. **Víctor Pastor, CFO de Abengoa**, reconoce que la compañía andaluza atraviesa una etapa de “back to the basis” en la que, con la venta de Atlantica Yield, ha reducido su “deuda financiera dando salida a negocios que no eran rentables para centrarse en sus actividades principales: infraestructuras,

energía y construcción de desaladoras”. Tras desinvertir de 170 participadas en los últimos 5 años, **Abanca** ha identificado las mejores prácticas en este tipo de procesos implementados en su portfolio industrial. “Lo más relevante es tener un equipo alineado, versátil e inasequible al desaliento y controlar el timing de las operaciones, tanto los procesos bilaterales como las ventas organizadas”, explica **Javier Carral, Director de Participadas de Abanca**. “También es fundamental que no se te vea como un vendedor forzado, para poder maximizar valor, tener tiempo para preparar la compañía para la venta y ser flexible en las soluciones finales”.

El private equity siempre ha estado atento a las desinversiones de activos “non core” de los corporates y de la banca con las que, en general, ha obteniendo buenos retornos. Esas desinversiones de activos no estratégicos de grupos industriales han brindado importantes oportunidades al private equity, fundamentalmente en forma de carve outs o spin offs. El fondo británico Cinven es un buen ejemplo, al haber identificado dos de sus participadas en España en escisiones de ramas de actividad de grandes corporaciones. Es el caso de Ufinet, adquirida a Gas Natural, y de Hotelbeds, comprada a TUI Group junto al fondo de pensiones canadiense CPPIB. **Nacho García-Altozano, Principal de Cinven**, reconoce que los activos no estratégicos brillan mucho más en manos del private equity: “al aportar recursos humanos, económicos y de track record logramos impulsar y potenciar sus palancas de creación de valor. En 2018, desinvertimos parcialmente de la compañía con gran éxito tras segregar el negocio internacional del grupo y quedarse con el negocio en Latinoamérica”. Otro fondo español especialista en adquirir compañías en procesos de carve outs es Portobello Capital. En 2015, compró a Viscopan su filial de conservas vegetales, Grupo IAN, propietaria de la marca Carretilla, con la que está consolidando el sector de conservas vegetales y platos preparados en España. **Norberto Arrate, Director de Inversiones de Portobello Capital**, lo tiene claro: “los fondos de private equity podemos ayudar a estas plataformas a ser más rentables y eficientes impulsando la consolidación del sector vía build up. En el caso de IAN, desde nuestra inversión en 2015 lo estamos haciendo apoyándonos en las fortalezas de un equipo directivo que cuenta con más de 20 años de experiencia en el mercado”.



“ES BUEN MOMENTO PARA TOMAR DECISIONES ESTRATÉGICAS Y REPOSICIONARSE EN GEOGRAFÍAS Y NEGOCIOS NON CORE”

EN EL FORO SE HA HABLADO MUCHO DE CÓMO LAS COMPAÑÍAS Y LOS FONDOS DE PRIVATE EQUITY ESTÁN REVISANDO SUS ESTRATEGIAS, ¿ES UNA TENDENCIA GENERAL?

Así es. Más allá de las motivaciones meramente financieras, estamos viendo cómo nuestros clientes están tomando decisiones estratégicas aprovechando la ventana de liquidez que ofrece el mercado actual y reposicionándose tanto desde el punto de vista geográfico, en mercados como el Reino Unido tras el Brexit, como en negocios “non core”. Entre los sectores más activos en desinversiones destaca el retail, con movimientos de vuelta a los fundamentales (“back to basics”) como el plan de desinversiones realizado por El Corte Inglés o por grupo Dia, con la puesta en venta de las perfumerías Clarel y Max Descuento. La banca también está haciendo un esfuerzo por volver al modelo de banca comercial, con la venta de activos como Solvia (Sabadell), Servihabitat (Caixabank), Altamira (Santander) o Konecta (Santander y PAI). El proceso de venta de Ferrovial Servicios también es otro ejemplo de cómo Ferrovial ha cambiado de estrategia para centrarse en el desarrollo y la promoción de infraestructuras privadas, donde considera que se encuentran las oportunidades de mayor creación de valor para el accionista.

¿EN QUÉ FASES DE LA OPERACIÓN ESTÁN APOYANDO A SUS CLIENTES EN SUS ESTRATEGIAS DE DESINVERSIÓN?

Nuestra intervención se produce en las tres fases críticas del proceso transaccional. Accenture Strategy M&A ofrece un servicio de consultoría estratégica acompañando al cliente durante todo el ciclo de vida del deal, desde la definición de la estrategia y roadmap de la desinversión, es decir, antes y después de la firma y el closing, trabajando tanto con grandes corporaciones como con el private equity. Los fondos de capital privado también siguen contratando nuestros servicios tradicionales de Vendor Due Diligence, mientras que los industriales suelen recurrir a nosotros para enfocar el proceso de carve out, una de las áreas donde más les apoyamos, planificando y ejecutando la segregación de activos que carecen de liquidez al estar muy integrados y cercanos a su core business. Y, por supuesto, también les apoyamos en la ejecución de due diligence comerciales, de tecnología o de operaciones, así como en su coordinación global.

PLANIFICAR CORRECTAMENTE LA DESINVERSIÓN Y CONOCER BIEN EL ACTIVO PUEDEN IMPACTAR EN SU VALORACIÓN...

Desde luego. Al haber más recursos que activos disponibles para invertir ha crecido la competencia por compañías “premium” y se está generando una gran

demanda por activos rentables, los llamados “high quality assets”. Esta presión inversora hace que la mayoría de las grandes operaciones se cierren bajo subasta. En este contexto, el reto para los asesores pasa por adaptarse y hacer un “delivery” rápido, para lo que el conocimiento de la operación y del activo resultan claves. En este sentido, el expertise de Accenture Strategy M&A en las distintas fases del proceso enriquece los servicios tradicionales de advisory aportando ventajas competitivas importantes.

EN CONCLUSIÓN, ¿CUÁLES SON LAS CLAVES DEL ÉXITO EN LOS PROCESOS DE DESINVERSIÓN?

En primer lugar, tener muy bien pensado y planificado el proceso y gestionar bien cada uno de los pasos. Aunque tenemos experiencia haciendo desinversiones, es importante que el equipo ejecutivo cuente con buenos asesores que gestionen los procesos con tiempo suficiente para generar las valoraciones adecuadas. El talento y las personas también son aspectos críticos. En el mercado español actual confluyen operaciones de desinversión complejas de tamaño importante, muchas por encima de los €100M, para las que el mercado ya entiende que contar con un buen asesor resulta clave.



EFRAÍN OLALLA, Iberia Lead Accenture Strategy M&A.

MV CREDIT

PRESENTE EN LOS ÚLTIMOS GRANDES BUYOUTS EN ESPAÑA

En sus casi 20 años de vida, MV Credit ha invertido más de €5.000M en LBOs con fondos de private equity como sponsors financieros. En España, recientemente aportó los €60M del tramo second lien de Pronovias, adquirida por BC Partners, y está comprometida en el tramo second lien para financiar la compra de la Universidad Europea por Permira. Dos de los últimos grandes megadeals. Además, la firma ha participado en la sindicación de Accelya, Dorna, Iberchem, Planasa, Monbake (fusión de Berlys-Bellsolá), Grupo BC y Mémora.

MV CREDIT DE UN VISTAZO

- ▶ Fundada en el año 2000 por el actual equipo gestor
- ▶ Inversor pan-europeo en LBOs con sponsor financiero
- ▶ €5.000M invertidos en 300 préstamos senior y subordinados
- ▶ Compañías upper-mid cap con EBITDA > €20M
- ▶ Créditos performing en industrias anticíclicas

La última vez que nos vimos, en 2015, acababan de cambiar su nombre anterior, MezzVest, por MV Credit, ¿cómo ha evolucionado su estrategia inversora desde entonces?

Rafael Calvo: En 2015 empezamos a tomar mandatos en deuda senior y unitranche y, realmente, desde entonces podemos entrar en toda la estructura de capital, desde la deuda senior hasta el equity. Desde la fundación de Mezzvest hemos invertido alrededor de €5.000M a través de 4 fondos de deuda subordinada y en un vehículo de deuda

senior. Invertimos en toda la estructura de capital y hacemos cualquier tipo de deuda subordinada, tanto second lien, como mezzanine, holdco PIK, secured PIK y preferred equity. Históricamente hemos invertido más en deuda subordinada (antigua mezzanine) y más recientemente en deuda senior. Nuestras operaciones siguen siendo leveraged buyouts en los que un sponsor financiero tiene una posición mayoritaria: no hacemos transacciones sponsorless. Nos sentimos muy cómodos con nuestra estrategia de LBOs con sponsors finan-

cieros que, por otro lado, tanto gusta a nuestros inversores.

¿España sigue siendo un mercado estratégico para MV Credit?

RC: En España nos ha ido bien. Afortunadamente, nunca hemos tenido un default en el mercado y seguimos analizando bastantes operaciones. Actualmente, el porcentaje rondará el 8%. Por geografías, el 50% de nuestros fondos se han invertido en países nórdicos y Alemania, con una clara vocación hacia compañías del sector healthca-

re, software, servicios empresariales y alimentación. Compañías muy desarrolladas e internacionalizadas con un ebitda de entre €25M y hasta €100M, un segmento que en España ya se considera “large cap” pero que correspondería al “mid-cap” europeo. La compañía típica donde nos gusta invertir es una empresa de unos €50M de ebitda con ventas globales. Por ejemplo, recientemente invertimos alrededor de €60M, cubriendo el 100% del second lien term loan de Pronovias en su adquisición por parte de BC Partners, y -aunque todavía no hemos hecho el funding- nos hemos comprometido a cubrir el tramo de deuda subordinada en la compra de Universidad Europea por parte de Permira. Además, en deuda senior, hemos

“ Universidad Europea nos gusta no sólo por su tamaño, sino porque es una compañía muy estable, con una gran visibilidad de cash flows y beneficios. Además, Permira tenía muy clara su estrategia futura de crecimiento ”

esto es muy positivo porque al tener una exposición geográfica más diversificada, el perfil de riesgo de las compañías y la financiación, en definitiva, son más atractivos. En este sentido, el private equity en España ha ayudado mucho a consolidar sectores y a que las compañías crezcan internacionalmente.

RC: En mi opinión, una de las ma-

De forma anecdótica, nuestra primera inversión tuvo lugar, precisamente, en España, con la financiación mezzanine para Unión Española de Explosivos (ahora Maxam) en 2001. Durante 2019, además de Universidad Europea, hemos analizado otras compañías, algunas de las cuales han sido objeto de transacciones muy recientes.

“Aportamos los €60M del second lien de Pronovias y participaremos en la financiación de la compra de Universidad Europea”

invertido entorno a €80M en España en los últimos años. Hemos participado en operaciones sindicadas, como la deuda senior de Accelya, Dorna, Iberchem, Planasa, Monbake (fusión de Berlys-Bellsolá), Mémora, también participamos en la financiación bilateral de Grupo BC, en su compra de su principal competidor y número dos del mercado Qipert.

¿Están siguiendo inversiones como la de CVC en la Universidad Alfonso X El Sabio, valorada en unos €1.100M?

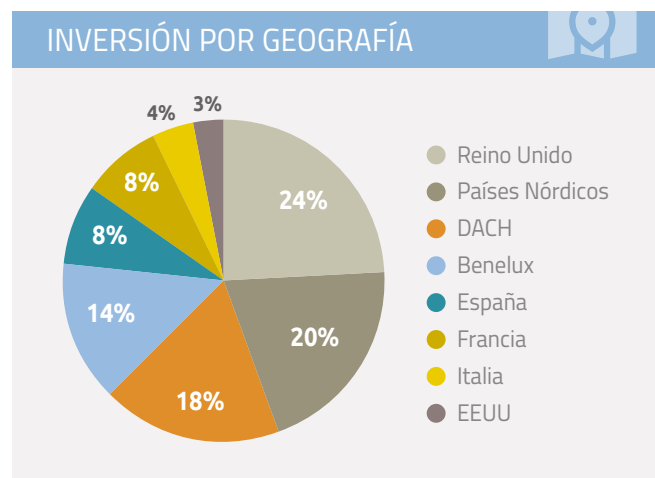
RC: Seguimos monitorizando el mercado español con sumo interés con vistas a poder financiar alguna de las operaciones que se están cerrando.

Nicolás Escribano: Mirando al perfil de compañías que estamos analizando en España durante los últimos años, hay un dato significativo: las compañías españolas son más internacionales. Tras la crisis, ha habido una apuesta de forma muy consciente por la expansión internacional, tanto hacia Latinoamérica como hacia Europa. En nuestra opinión

yores fuentes de creación del private equity en los últimos años ha sido vía procesos de build-up, como el de Berlys-Bellsolá, con la compra y posterior fusión de las dos compañías, o el caso de Quirón Salud creando el líder en atención hospitalaria a nivel nacional y generando un gran valor para los inversores de private equity. Es un síntoma claro de la madurez del mercado de private equity en España.

Entre 2009 y 2013 no cerraron operaciones en España, pero volvieron a invertir en 2014 con Grupo Quirón...

RC: Durante los peores años de crisis no invertimos en España pero tampoco hubo grandes inversiones en el país que se ajustaran a nuestro tamaño, especialmente con tramos de deuda subordinada que era nuestro enfoque entonces. Efectivamente, reiniciamos la inversión en España participando en la sindicación del second lien de Quirónsalud, operación que ya nos repagaron con la desinversión de CVC y la compra por Fresenius, valorada en €5.760M.



Fuente: MV Credit a fecha mayo 2019



Rafael Calvo,
Managing Partner
MV Credit



Nicolás Escribano,
Asociado en
MV Credit

“ Si en 2006 la TIR en deuda subordinada rondaba un 13% ó 14%, ahora oscila entre un 11% y 14%. Es decir, quitando el efecto del Euribor, los retornos excluyendo la tasa libre de riesgo son superiores ”

Lanzaron su cuarto fondo en 2018, ¿con qué recursos cuentan actualmente para invertir?

RC: Actualmente, tenemos €1.000M comprometidos para estrategias de deuda senior. Estamos invirtiendo el cuarto fondo de deuda subordinada, MV Credit Sub IV, con el que hemos alcanzado los €830M, cerrado en 2018. Nuestra idea, lógicamente, es continuar levantando fondos de deuda senior y subordinada para continuar apoyando a los LBOs europeos. Nuestros tickets en deuda subordinada oscilan entre €20M y €120M. En deuda senior, con el Fondo I los tickets son de unos €20-25M y, con el Fondo II, podríamos combinar ambos vehículos para poder alcanzar tickets de hasta €50M, con aportaciones de ambos fondos.

¿Qué les gustó de la Universidad Europea? Permira ha comprado la compañía por €770M pero la propia UAX pujó por el activo...

NE: Tenemos un extenso track record en el sector educativo, un negocio muy atractivo. Universidad Europea nos gusta no sólo por su tamaño, sino porque es una compañía muy estable, con una gran visibilidad de cash flows. Es un negocio con una clientela recurrente y previsible: el alumnado. El grupo tiene un gran potencial de crecimiento cimentado en su fuerte posición en ciencias de la salud, arquitectura e

ingeniería y en la internacionalización, atrayendo a estudiantes extranjeros, promoviendo la continua colaboración con el mundo empresarial y reforzando los campus en Madrid, Valencia, Portugal así como su oferta online.

RC: Además, nos gustó particularmente el hecho de que Permira tenía muy clara su estrategia de crecimiento con la empresa, apoyándose en ramas y programas docentes como el sanitario donde la compañía cuenta con un gran reconocimiento de marca y expertise.

En España, algunas de sus mejores oportunidades las han encontrado en sectores como salud y alimentación, con excepciones como Pronovias...

RC: Pronovias no es un ejemplo sectorial muy claro pero, cuando analizas con detalle su modelo de negocio, se observa claramente que gran parte de sus ventas son a otras empresas. En efecto, principalmente es un “*wholesaler*” con un modelo B2B. Además, Pronovias es una compañía global, con gran potencial de crecimiento en EE.UU. e Italia, gracias a su reciente adquisición de Nicole.

Sin duda alguna y no sólo en España, sino a nivel europeo, la competencia ha crecido mucho...

RC: En nuestras operaciones, la alternativa suelen ser los bancos y el propio private equity, que necesita hacer un deployment de sus fondos y siempre va

a usar la financiación que más le encaje, la más flexible posible y a un menor coste. La clave es decidir si tiene sentido o no añadir un tramo de deuda subordinada. Por eso, siempre tratamos de fabricar un traje a medida para cada compañía y cada transacción. Antes primaba el “*one sized fits all*”, pero ahora todo se hace a la carta. Donde se refleja esa mayor competencia es el coste de financiación. En cualquier caso, nuestra estrategia de LBOs con sponsor financiero y el tamaño de compañías donde invertimos, alejado de las “*small & mid caps*”, marcan una barrera de entrada.

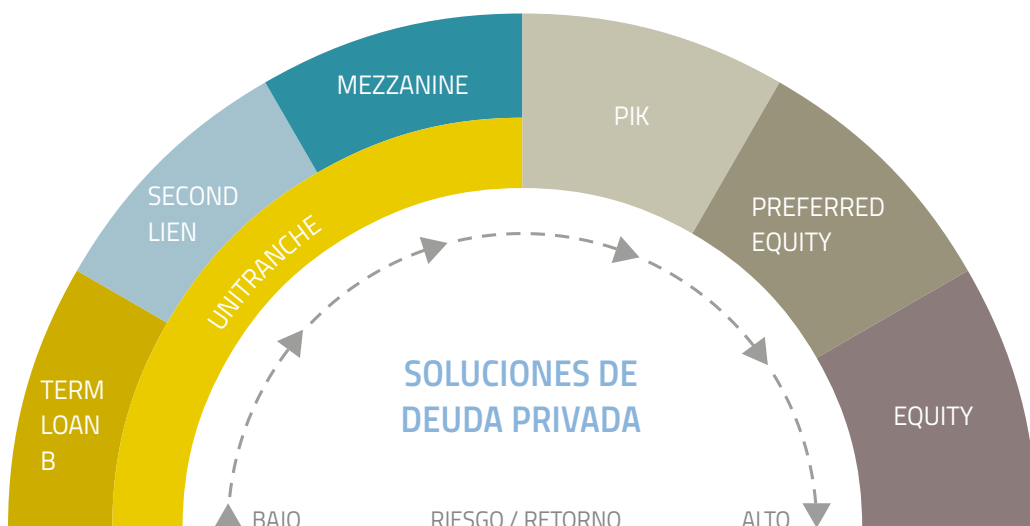
NE: En España hay menos transacciones de €50M ó €60M de ebitda pero el mid-market español, -compañías de €10M a €25M- es bastante similar en cuanto a precios y número de transacciones al mercado nórdico y alemán. Los países más desarrollados son Francia y Reino Unido, en particular con un volumen alto de préstamos unitrache.

¿Cómo han visto el coste de financiación? ¿En deuda subordinada se han mantenido los márgenes?

RC: Si en 2006 la TIR en deuda subordinada rondaba el 13% ó 14%, ahora oscila entre un 11% u 14%. Es decir, quitando el efecto del Euribor, los retornos de la deuda subordinada excluyendo la tasa libre de riesgo son superiores. Por otro lado, hacemos el underwriting directamente y los “*prepayment penalties*” son algo menos agresivos. En deuda senior, en transacciones de direct lending o unitrache más pequeñas -habituales en España- sí está viendo algún margen mejor en comparación con la deuda senior bancaria y sindicada tradicional, pero el tamaño de los deals implica también un mayor riesgo.

Ya para terminar, para el inversor en private debt, ¿los retornos están siendo positivos?

RC: Sin duda. Un inversor que busque retornos del 7% debe incluir fondos alternativos en su cartera. Si comparamos los 35 pb negativos que ofrece el bund alemán con la inversión a 6-7 años de la deuda senior y a 7-8 años de la subordinada, se pueden lograr rentabilidades netas de entre un 5,5% y un 6,5% en la senior y de un 11%-12,5% en la subordinada. Este diferencial de 500-600 pb justifica la iliquidez del producto en un momento en el que la necesidad de diversificación de las carteras con más activos alternativos es cada vez mayor.



Debt Advisory

La firma independiente de asesoría en deuda líder en Europa

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



 Credenciales en Reino Unido y Europa continental

 Credenciales en Reino Unido

Marlborough Partners, London

21 Sackville Street, Mayfair
London W1S 3DN

+44 (0)203 053 3600

 Piccadilly Circus

Marlborough Partners, Frankfurt

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

+49 (0)69 7593 8237

 Alte Oper

Marlborough Partners, Madrid

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

+34 917 942 638

 Colón

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

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



Javier Bustillo Guzmán
Socio Director de
BUSTILLO ABOGADOS

**LA INNOVACIÓN, EN BOCA DE TODOS.
LA ATENCIÓN, EN EL CAPITAL RIESGO
CORPORATIVO**

En la última década, se ha producido un notorio cambio de estrategia de grandes y medianas empresas a la hora de acceder a nuevas tendencias, innovación o conocimiento. La disrupción tecnológica actual ha permitido que cualquier "startup" sea la punta de lanza del siguiente avance tecnológico. Este escenario ha provocado que las grandes empresas hayan enfocado sus inversiones en aquellos proyectos o startups que permitan, entre otras, ofrecer productos y servicios revolucionarios a través de la aceleración de los procesos de transformación o la incorporación de tecnologías disruptivas. Del lado inversor, además de los habituales fondos de inversión y los numerosos "Business Angels", irrumpen con fuerza las llamadas inversiones de Capital Riesgo Corporativo o "Corporate Venture Capital" (CVC) de numerosas entidades interesadas en fomentar un sistema de innovación y el talento así como una rentabilidad económica.

Esta forma de inversión genera poderosas sinergias entre emprendedores e inversores: los emprendedores reciben los recursos e infraestructura que necesitan para su desarrollo y crecimiento, no sólo por un mejor acceso a crédito y al mercado, socios estratégicos o canales de distribución sino también por la experiencia técnica y empresarial que reciben de profesionales en aspectos esenciales para la supervivencia de un negocio. Por su parte, las compañías inversoras, además de ahorrar costes y reducir riesgos de forma significativa, captan talento y acceden a modelos de negocio y soluciones creativas e innovadoras para lograr una ventaja competitiva en sus mercados o explorar nuevas oportunidades.

Operar en un mercado altamente competitivo y la necesidad de aportar un valor añadido son factores que incentivan el crecimiento de programas de CVC por las organizaciones con el objetivo de disponer de una mayor flexibilidad en su cartera de inversiones- pues permiten realizar inversiones cruzadas e implementar estrategias complementarias-, actualizarse, mejorar su productividad, diferenciarse en el mercado u ofrecer productos y servicios novedosos.

Este arquetipo de inversión es un fenómeno relativamente joven en nuestro ecosistema si bien es un modelo que, en otros países, comienza a resultar muy común. Este es el caso de Estados Unidos, donde la estrategia de Corporate Venture Capital está presente en más de un 60% de las empresas como vehículo híbrido de emprendimiento e inversión o Asia, donde la financiación en CVC en 2018 aumentó aproximadamente un 47% con respecto a 2017.

El auge de esta tendencia a nivel mundial crece exponencialmente. Dicha popularidad también se hace eco en España, donde empresas como Telefónica, Endesa, Repsol o BBVA han apostado por la creación de diferentes estrategias de Capital Riesgo Corporativo con capacidad para invertir en startups en fases de semilla y crecimiento a cambio de equity en las mismas. Pero cabe destacar que esta tendencia ya se está extendiendo a empresas que no pertenecen al IBEX-35 y que han comprendido la importancia de contar con una estrategia de inversión corporativa.

A la hora de configurar un programa de Capital Riesgo Corporativo, no existe un único modelo, sino que éste deberá en todo momento ir vinculado a la estrategia de la empresa y dependerá de factores como la filosofía de la empresa, sus necesidades y los objetivos a alcanzar. El éxito del modelo de CVC que se adopte dependerá, por tanto, del objetivo- financiero o estratégico- que la entidad se haya marcado-.

Con un ya más que experimentado ecosistema emprendedor, caracterizado por la juventud de sus emprendedores y un claro afán por romper con lo convencional y aportar ideas innovadoras y disruptivas, es innegable que las start ups forman parte del engranaje que define nuestro entorno empresarial, algo que tampoco ha pasado desapercibido por las empresas.

Por ello, el CVC se presenta como una de las mejores prácticas en estrategias de inversión, innovación y transformación digital para las empresas: les permite invertir al tiempo que se acercan al entorno emprendedor, flexibilizan su cultura corporativa y abren nuevos mercados en busca de nuevas oportunidades con los beneficios que ello entraña.

María Nieto
Asociada del
Departamento Mercantil
de ARAOZ & RUEDA



**¿SON REALMENTE EFICACES LOS PACTOS PARASOCIALES
PARA LOS SOCIOS?**

Hoy en día los pactos parasociales son un instrumento habitual en el seno de las sociedades de capital, y no hay duda alguna de que son acuerdos válidos en el ordenamiento jurídico español.

Sin perjuicio de ello, la controversia en los últimos años radica en la posible oponibilidad del pacto parasocial a la sociedad. El tenor literal del artículo 29 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital ("LSC") continúa siendo que los pactos extraestatutarios no serán oponibles a la sociedad. Asimismo, el artículo 213-21.1 del Anteproyecto de Ley del Código Mercantil va más allá y añade, "estén o no depositados en el Registro Mercantil". En consecuencia, no caben los remedios propios del derecho societario para lograr la efectividad del pacto parasocial, ni tampoco para castigar su incumplimiento.

En este sentido, la jurisprudencia ha interpretado que la mera infracción de un pacto parasocial no es motivo suficiente para anular un acuerdo social impugnado, ex artículo 204 de la LSC. En la misma línea, el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil afirma que los acuerdos sociales adoptados en contra de lo dispuesto en los pactos gozarán de validez, ex artículo 213-21.1.

Ahora bien, en el caso de pactos parasociales que no afecten a intereses de terceros, el Tribunal Supremo y otros tribunales inferiores consideran que cabe la impugnación de los acuerdos sociales por infracción de un pacto parasocial omnilateral, con base en la vulneración de las exigencias de la buena fe, de conformidad con el artículo 7.1 del Código Civil, y en la incursión en abuso de derecho. Y ello porque entienden que existe una vinculación negocial entre los firmantes del pacto parasocial omnilateral.

Más recientemente, cabe destacar el pronunciamiento de la Resolución de 26 de junio de 2018 de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en la que es objeto un protocolo familiar, ya que supone un paso más hacia la eficacia de los pactos parasociales, siguiendo lo que ya había propugnado la doctrina: "la configuración de la obligación de cumplir el protocolo familiar como una prestación accesoria, de modo que su incumplimiento se sancione con la exclusión del socio inculporador". En otras palabras, los socios se comprometen a través de los estatutos sociales a cumplir con lo estipulado en un pacto parasocial y, en caso de incumplimiento, podrían llegar a perder la condición de socio por exclusión.

En cualquier caso, los socios contratantes siempre tendrán la posibilidad de acudir a los mecanismos contractuales establecidos en el propio pacto parasocial con el fin de conseguir su cumplimiento, tales como cláusulas penales, indemnización de daños y perjuicios, mecanismos de resolución alternativa de conflictos (ADR), prenda sobre acciones o participaciones sociales y opción de compra, entre otros.

Por otro lado, la sociedad puede ser parte del pacto parasocial con la finalidad de que el órgano de administración y, en esencia, la propia sociedad quede vinculada por el mismo. Se trata de una forma inequívoca de que la misma no pueda apartarse de lo recogido en el pacto, quedando ésta sujeta a los derechos y obligaciones derivados del mismo.

En suma, la tendencia lleva a pensar que cada vez habrá una mayor vinculación de la sociedad al pacto parasocial, pues la existencia del pacto extraestatutario no puede ser irrelevante para la sociedad. A mi juicio, siempre será recomendable para los socios contar con un pacto parasocial que ordene la vida de la sociedad completando los estatutos sociales y, en la medida en que sea posible, que la sociedad sea parte firmante del mismo.

QUITA TIEMPO AL TRABAJO, GANA TIEMPO PARA TI



**¡LOS TIEMPOS CAMBIAN,
CAMBIA TÚ TAMBIÉN!**

**NUESTRA TECNOLOGÍA SEGURA Y CONFIABLE PARA
APOYAROS EN VUESTRA CONSOLIDADA PROFESIONALIDAD**

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

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

Fusiones y Adquisiciones

Salidas a bolsa

Due Diligence

Consejo de administración

Corporate Equity

Venta y valoración de carteras Inmobiliarias

Transacciones societarias

Arbitraje

Disputas

Procesos concursales y reestructuraciones

I&D y Propiedad intelectual

Espacios virtuales seguros de trabajo colaborativo

Private Equity

Fundraising

En KPMG estamos comprometidos con reforzar la confianza en los mercados y en la actividad económica, así como en impulsar el cambio y el progreso en un entorno global y disruptivo.

#KPMG ChangeWarriors



“ Soy Reyes, consultora, y estoy en KPMG para cambiar el mundo ”