

# Capital Privado

eEconomista.es

## LOS FONDOS 'VELAN ARMAS': ¿LA INFLACIÓN Y LOS TIPOS AJUSTARÁN LA RENTABILIDAD?

El entorno macro reducirá las valoraciones y los futuros retornos de aquellas gestoras que compraron caro o apalancaron en exceso

REPORTAJE

'BROTOS VERDES': 2024, EL AÑO DE LA REACTIVACIÓN DEL PRIVATE EQUITY Y M&A



# Capital Privado

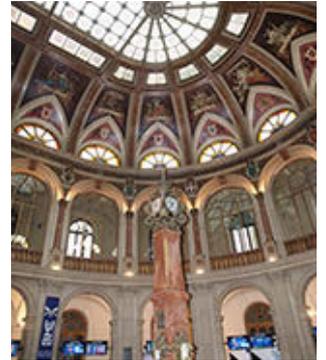
elEconomista.es



Actualidad | P4

## El 'private equity' desafía la inflación y el alza de tipos con retornos del 20%

En las actuales condiciones macroeconómicas, las gestoras de capital privado mantienen en sus modelos el objetivo de lograr rentabilidades medias del 20% en términos de TIR.



Al día | P28

## Los fondos multiplican por seis sus opas en la bolsa española

Applus+, Opdenenergy... Los grandes fondos se lanzan a pescar cotizadas. Las opas calientan motores con movimientos del capital riesgo



Entrevista | P10

## El equipo de Private Equity & Principal Investors de BCG

La firma refuerza su equipo de Principals Investors y Private Equity y confirma la apuesta de los inversores internacionales por España con varios *megadeals* en el horizonte



A fondo | P14

## El auge del sector dental: el mercado acelera su consolidación

Las ventas de Corus, Proclinc o Terrats Medical dinamizan un sector que avanza hacia la creación de plataformas europeas en clínicas, laboratorios y distribución.

En primer plano | P24

## Signos de reactivación del 'M&A': brotes verdes a la vista

Los expertos consultados por *elEconomista Capital Privado* anticipan un incremento de actividad durante los próximos meses aunque aventuran que la recuperación de los niveles de *M&A* no llegarán hasta la primera mitad de 2024.

Entrevista | P40

## Nace Crescenta, la primera plataforma digital española

La pionera plataforma digital da acceso al inversor minorista e institucional a fondos de *private equity*, *venture capital*, *infraestructuras* y *deuda privada*.

Edita: Editorial Ecoprensa S.A.

Presidente Editor: Gregorio Peña.

Vicepresidente: Clemente González Soler. Director de Comunicación: Juan Carlos Serrano.

Director de *elEconomista*: Amador G. Ayora

Coordinadora de Revistas Digitales: Virginia Gonzalvo Directora de *elEconomista Capital Privado*: Rocio Casado

Diseño: Pedro Vicente y Elena Herrera Fotografía: Pepo García Infografía: Clemente Ortega Tratamiento de imagen: Dani Arroyo Redacción: Lucía Gómez



## El capital riesgo desafía la inflación y el alza de tipos con retornos del 20%

El 'private equity' mantiene su objetivo de lograr retornos medios del 20% de TIR. Los expertos apuntan a que el entorno inflacionario reducirá las valoraciones actuales y las rentabilidades futuras de aquellos gestores que compraron caro en el momento más alto ciclo o apalancaron en exceso sus operaciones.

Rocío Casado. Fotos: istock

**E**n el escenario actual de inflación, tipos de interés al alza y volatilidad de las valoraciones, el *private equity* sigue haciendo sus modelos aspirando a una tasa interna de retorno (TIR) del 20% y a multiplicar por dos la inversión realizada. Sin embargo, firmas como Cedrus & Partners ya recogen en sus expectativas ajustes de rentabilidad. En el caso del capital riesgo, sus cifras se mueven en una horquilla del 10% al 20%, frente a un TIR de

entre el 4 y el 15% en el negocio de infraestructuras, retornos del 3 al 15% en el mercado inmobiliario y expectativas de entre el 7 y 15% en deuda privada. La industria española se sigue mostrando muy reacia a hablar de retornos objetivos porque, efectivamente, se ven afectados por múltiples factores en sus largos ciclos de inversión, normalmente a diez años. En paralelo, también lucha por ganar transparencia. Este año la patronal SpainCap ha pu-

# Capital Privado

elEconomista.es

blicado el primer informe de rentabilidad del sector en colaboración con la consultora EY. La divulgación de los datos, una de las viejas demandas del mercado, por fin se ha traducido en cifras *oficiales*. El estudio revela que los fondos españoles con fecha de creación entre 2006 y 2019 muestran una tasa interna de retorno (TIR) neta del 11,2% -descontando las comisiones y el *carried interest* (plusvalías por operaciones). El estudio agrupa también las gestoras en función de su tipología. En concreto, desvela que los fondos de *venture capital* (dirigidos a *startups* y proyectos emergentes) presentan, de forma agregada, rentabilidades superiores, del 17,3%, mientras que los de *private equity* registran retornos de doble dígito (10,2%) pero más sólidos, dada su madurez y el mayor peso de las distribuciones realizadas (del 60%) de sus fondos.

## El coste de la deuda

Sergio García Huertas y Eric Halverson, socios fundadores de la gestora española Qualitas Funds, aseguran a esta publicación que, para bien o para mal, muchos inversores no están descontando el efecto inflación en sus expectativas de rentabilidad. En su opinión, la primera pregunta a la luz de los datos es si estos retornos son atractivos y suficientes. "Si queremos atraer capital internacional a este tipo de activo, los retornos tienen que ser mayores y la industria tiene que seguir ganando competitividad", matizan. Cuando un inversor decide dónde poner a trabajar su capital, las alternativas hoy en día son globales y, en este sentido, el S&P500 ha conseguido básicamente la misma rentabilidad (i.e. 10,5%) con mayor liquidez durante ese mismo periodo. El Nasdaq logró incluso un retorno superior, de nuevo con la ventaja de la liquidez. En esta misma línea, la rentabilidad comparable del *private equity* a nivel europeo es cuatro puntos porcentuales superior a la de España", concluye Huertas.

En este punto cabe preguntarse cómo podemos esperar que evolucionen los retornos del capital privado a medio plazo, teniendo en cuenta que el estudio de la patronal SpainCap y EY termina en 2021 y que los años 2022 y 2023 han sido ejercicios especialmente inciertos y difíciles. La subida de tipos de interés incrementa el coste de capital y reduce el valor presente de los flujos de caja, lo que ha provocado importantes caídas de valor en la mayoría de los activos financieros.

Los profesionales del *private equity* en España, curtidos en otras crisis financieras, se enfrentan por primera vez a un ciclo de inversión con una inflación sin precedentes. No hay que olvidar que hablamos

de una industria con apenas 25 o 30 años de vida. En términos de precios y valoraciones ya se ha producido un ajuste o corrección, con bajadas en torno a un 20%. Sin embargo, los expertos insisten en que el capital riesgo no va a ajustar sus retornos esperados para las nuevas inversiones, ya que los datos de inflación y coste de deuda más cara están incluidos en los modelos. "Los precios a pagar por

Salvo en inversiones de mucha calidad, los expertos apuntan a un necesario ajuste de precios

las empresas, hoy en día, van a bajar. De hecho, ya hemos visto un ajuste de las valoraciones de entrada de un 20% en 2023", explica a *elEconomista Capital Privado* María Sanz, *managing director* de Yielco Investmens, la gestora alemana de inversiones alternativas e inversor en fondos de capital riesgo españoles como Asterion, Sherpa o PHI.



El informe de Bain & Company de 2022 desvela que durante los últimos años parte del incremento de los retornos del capital riesgo venían alimentados por la expansión de múltiplos y la disponibilidad de deuda barata. Es previsible, por tanto, que el nuevo entorno provoque una reducción de las valoraciones actuales y de las rentabilidades futuras de aquellos gestores que compraron caro, en el momento más alto del ciclo, o que apalancaron en exceso sus operaciones. "Todo esto va a tener un impacto a corto y medio plazo en muchas de las carteras de

# Capital Privado

elEconomista.es

*private equity*, sobre todo en aquellas con un uso extensivo de la deuda, con múltiplos deuda neta/*ebitda* cercanos a 6 veces de media, siendo significativamente más elevada en segmentos altos de mercado, es decir, en las grandes operaciones, frente al mercado de pymes o medio bajo, conocido en la jerga financiera como *lower-mid market*", añade Sanz.

Las subidas de tipos de interés encarecen, como es lógico, las compras de los fondos de capital riesgo. Según un estudio de Pitchbook, en 2021 las 20 mayores operaciones de LBO en EEUU se cerraron con un ratio de cobertura del servicio de la deuda de 3.5x. A fecha de hoy, con los actuales tipos de interés, se estima que este mismo ratio ha bajado a 2.0x (asumiendo mismo *ebitda*). Salvo en inversiones en empresas de mucha calidad y en algún sector de moda, los expertos apuntan a un necesario ajuste de precios para reactivar las transacciones. Según datos de Preqin, los múltiplos de adquisición en *private equity*, que alcanzaron su máximo histórico en 2021, en más de 16 veces, han caído hasta las 13 veces en 2022. En paralelo, el coste de la deuda ha impactado de lleno en la actividad del sector. La financiación de compras apalancadas (*buyouts*) se ha reducido a nivel global en más de 200 billones de dólares, lo que representa una caída del 50%.

En cuanto al *venture capital*, el desafío no es tanto un problema de deuda, sino de valoraciones. Al incrementarse la inflación y los tipos de interés, la tasa de descuento que se usa para valorar este tipo de compañías emergentes se incrementa y, por tanto, las valoraciones se ajustarán. Esto también aplicaría para el *private equity*. En este sentido, Francisco Velázquez, presidente ejecutivo de Axon Partners, la firma española de inversiones alternativas



**María Sanz**  
Managing director de Yielco Investments

“ Los precios de compra van a bajar. Ya se ha visto un ajuste de las valoraciones de entrada del 20% en 2023”



**Francisco Velázquez**  
Presidente ejecutivo de Axon Partners

“ Si el comparable libre de riesgo ha subido un 4-5%, los retornos deberían ajustarse al alza para compensar”



**Sergio García Huertas**  
Socio de Qualitas Funds

“ Para atraer más capital a este tipo de activos alternativos los retornos deben ser mayores y ganar competitividad”



**Iñigo Laucirica**  
Investment Manager de Samaipata

“ En un entorno de tipos de interés más altos es lógico que los inversores exijan un mayor retorno absoluto”



**Romain Ribello**  
Country Head Iberia de Cedrus & Partners

“ Como inversores en más de 100 fondos de capital riesgo internacionales vemos que el mercado es más selectivo”



# Capital Privado

elEconomista.es

y consultoría cotizada en BME Growth, apunta a que las empresas donde invierte el capital privado normalmente tienen menores márgenes y crecimientos bajos, y parte del valor procede de las optimizaciones en la estructura de capital. Este tipo de activos son, precisamente, los más afectados por la subida de tipos y la recesión. "En el caso de los modelos de *venture capital* hemos visto una burbuja alentada sobre todo por el post-Covid que tocó su techo en el Q4 de 2021", añade Velázquez. "Las valoraciones de las empresas tecnológicas ya se han corregido mucho: solo el año pasado el ajuste medio fue de un 30% en el caso de las firmas digitales y de prácticamente el 40% en empresas de biotecnología, un nicho que se está recuperando antes y de forma más rápida. Pero en este tipo de activos, una vez corregidas las valoraciones, los efectos inflacionarios o de recesión afectan menos", matiza

## Muchos inversores no están descontando el efecto inflación en sus expectativas de retornos

el presidente ejecutivo de Axon Partners.

Desde Yielco esperan que "las inversiones cerradas entre los ejercicios 2020 y 2022 sean peores que las añadas o *ventages* anteriores y las posteriores, especialmente las del 2021, realizadas cuando los precios de adquisición eran especialmente elevados y con una deuda amplia y barata". En su opinión, los fondos de *buyouts* o compras apalancadas serán los que más sufrirán.

Desde la firma Cedrus & Partners, Romain Ribello, *country head* en Iberia, confirma que la euforia posterior al Covid también ha quedado atrás para el capital privado, lo que, en su opinión será positivo. "Como inversores en más de 100 fondos de capital riesgo europeos e internacionales estamos viendo que el mercado es ahora mucho más selectivo (entre un 30 y un 50% de caída en el volumen de operaciones) pese a los 3.000 billones de dólares que existen todavía a la espera de ser invertidos.

Esta cautela inversora puede explicarse por el más difícil acceso a deuda (los bancos están cerrando el grifo del crédito) y la menor visibilidad sobre el coste del capital. Por su parte, Iñigo Laucirica, *investment manager* del *venture capital* español Samaipata, reco-

## Expectativas de retorno de los activos alternativos

CAPITAL PRIVADO	MÚLTIPLO GENERADO POR CADA EURO INVERTIDO (VECES)	TIR
Buyouts	1,5 / 2,0	15% / 20%
Growth Capital	1,8 / 2,2	15% / 20%
Venture Capital	2,0 / 3,0	10% / 20%
Immobiliario		
Core / Core+	1,3 / 1,8	3% / 8%
Value Add	1,5 / 1,9	10% / 15%
Infraestructuras		
Core / Core+	1,4 / 1,8	4% / 8%
Value Add	1,5 / 1,9	10% / 15%
Deuda Privada		
Senior Debt	1,2 / 1,5	7% / 11%
Junior Debt	1,5 / 1,8	10% / 15%

\* Expectativas de retorno neto y sin apalancamiento de las distintas estrategias y subestrategias.

Fuente: Cedrus & Partners.

elEconomista

noce "que ha habido un debate sobre el ajuste de retornos en el sector, pero ya ha pasado a un plano menor porque muchos fondos han reportado ajustes a sus valoraciones y los mercados cotizados han recuperado parte del terreno perdido". En su opinión, ambas tendencias contribuyen a estrechar el *gap* de valoraciones públicas y privadas. En un entorno de tipos de interés más altos es lógico que los inversores en capital privado exijan un mayor retorno absoluto a sus inversiones", reconoce.

