

PRIVATE EQUITY

VALORACIONES: DEL EARN-OUT AL NAV LOAN, CÓMO LOS INVERSORES SORTEAN LA INCERTIDUMBRE

Elena Muncio 21 noviembre 2025



Victor Mayer (Pantheon) y Julián Álvarez (Yielco). Fuente: Cedida.



Tiempo lectura: **4 min.**

 Guardar noticia

En momentos de incertidumbre, los procesos de valoración se vuelven especialmente complejos. Para reducir la brecha entre las expectativas de compradores y vendedores, los inversores recurren a mecanismos como los **earn-outs**, la permanencia del vendedor en el accionariado para alinear intereses o estructuras financieras como los **NAV loans**. En este contexto, los **fondos evergreen añaden un nivel adicional de dificultad**. Dada su naturaleza semilíquida y la importancia del NAV como referencia de entrada y salida de inversores, resulta clave que su valoración se aproxime lo máximo posible al fair market value, garantizando así la transparencia para todas las partes involucradas.

El contexto macroeconómico continúa siendo complejo, marcado por la incertidumbre en economías clave como Alemania, Francia o EE.UU., lo que genera dudas sobre el crecimiento y las valoraciones de las compañías. **Julián Álvarez, Responsable de Yielco Investments en España**, señala que “la falta de visibilidad en el segmento large cap hace que muchas transacciones no se concreten, salvo en sectores calientes como defensa o determinados nichos tecnológicos. En el lower mid market, los múltiplos de entrada son más bajos, lo que los hace menos sensibles a la coyuntura actual, y por ello se están cerrando más operaciones”. Aun así, aunque los períodos de volatilidad pueden provocar desconexiones temporales entre las expectativas de compradores y vendedores, la tendencia general apunta hacia una mayor alineación. Como explica **Víctor Mayer, Managing Director, Head of International Private Wealth de Pantheon**, “las valoraciones se apoyan cada vez más en la calidad de los activos subyacentes y en el potencial de crecimiento dentro de las carteras”.

En cuanto a metodologías, los enfoques no han variado demasiado y siguen combinando el DCF con comparables de mercado. **Mayer** detalla que, en las estructuras de fondos de fondos, el análisis suele centrarse en los valores liquidativos publicados por los gestores de los fondos subyacentes, contrastándolos con transacciones anteriores y con comparables bursátiles. “A veces, cuando adquirimos nuevas posiciones en el mercado secundario, negociamos descuentos sobre el NAV para reflejar tanto las restricciones de liquidez como el tamaño del activo subyacente. Los modelos de descuento de flujos de caja se utilizan sobre todo en inversiones directas en compañías o en carteras concentradas en pocos activos, pero no tanto en carteras diversificadas, donde resultan menos prácticos. Con el tiempo, los procesos de valoración se han vuelto más disciplinados, con un mayor escrutinio de las hipótesis de los gestores y un énfasis creciente en los datos de mercado en tiempo real, de modo que las valoraciones reflejen las condiciones actuales y no solo índices históricos de referencia” afirma el directivo de Pantheon.

Superando el valuation gap

Con el objetivo de **salvar el valuation gap**, Mayer explica que, en el mercado secundario tradicional LP-led, los inversores recurren cada vez más a los **aplazamientos de pago**, lo que permite a los compradores repartir el desembolso a lo largo del tiempo, a veces hasta dos años, al mismo tiempo que ofrecen a los vendedores la certeza de ejecución. “En las transacciones del mercado secundario dirigidas por los GP, los earn-outs se han vuelto cada vez más comunes, a menudo vinculados al MOIC y a las distribuciones futuras. Estas estructuras alinean a ambas partes en torno al rendimiento a largo plazo y ayudan a que las operaciones avancen incluso cuando las expectativas de precio difieren”, señala.

También está ganando peso que **el vendedor se mantenga en el capital**, lo que alinea intereses, ajusta expectativas y aporta una protección adicional en el siguiente periodo. “En ciertas inversiones, como los carve-outs corporativos, la corporación vende una participación mayoritaria, pero se mantiene invertida con una minoría. Esto permite al vendedor participar en el potencial de alza futura, al tiempo que aumenta la alineación con los nuevos dueños de private equity. Los compradores también exigen con mayor frecuencia que los vendedores retengan un rol material en el negocio, creando protección adicional frente a la baja durante el siguiente período de propiedad”, apuntan fuentes de **Blackrock**.

El reto de los fondos evergreen

Los **fondos evergreen**, así como aquellos semilíquidos o con ventanas de liquidez, introducen un componente adicional de complejidad a la hora de determinar su valoración. En estos vehículos, el fair value de los activos se calcula a través del NAV, que actúa como referencia central para las entradas y salidas de inversores. Tal como explica Álvarez, “en la práctica, lo más habitual es que exista un valorador externo al menos una vez al año, mientras que las actualizaciones intermedias del NAV se realizan internamente. Esto se debe a la complejidad y la gran diversificación de los activos, que dificulta la valoración independiente con mayor frecuencia”.

Estos fondos están diseñados para aquellos inversores que busquen una **exposición a largo plazo**. Para desalentar comportamientos especulativos, se incorporan mecanismos como periodos de preaviso o lock-ups. En palabras de Mayer, “aunque algunos inversores

pueden tener en cuenta los ciclos del mercado a la hora de planificar sus entradas o salidas, la naturaleza semilíquida de estos vehículos, combinada con la iliquidez inherente al private equity, hace que las decisiones se basen normalmente en una asignación estratégica a esta clase de activos y no en una inversión oportunista”.

No obstante, surge inevitablemente la pregunta: **¿existe riesgo de arbitraje en estas estructuras?** Es decir, ¿pueden algunos inversores intentar entrar o salir aprovechando las ventanas de liquidez? Según Mayer, “la estructura de los fondos evergreen hace que el arbitraje sea muy improbable. Los valores liquidativos se publican con un desfase temporal natural, normalmente de poco más de 30 días, y la mayoría de los vehículos incluyen cláusulas de períodos lock-up que bloquean las salidas o comisiones por reembolso anticipado”.

Ahora bien, el posible arbitraje no necesariamente debe interpretarse como un elemento negativo. En opinión de Álvarez, “lo recomendable es que la valoración de este tipo de fondos se aproximara al máximo al fair market value y que el inversor tuviera una imagen fiel, tanto cuando toma la decisión de inversión como de desinversión. Esto solo se consigue con un adecuado procedimiento de valoración de los activos subyacentes. Después, la decisión de si un activo tiene un precio que no refleja correctamente su valoración y, por tanto, se puede producir un arbitraje, corresponde a cada inversor”.

Un proyecto de:

JPEOPLE

ALANTRA

ALTRA CAM,

ALTRA



ALTRA

ALTRA

FONDSPEOPLE

ALTRA

ALTRA

ALTRA

ALTRA