

Pasado, presente y futuro del capital privado

Carlos Mallo Álvarez



Reial Acadèmia Europea de Doctors
Real Academia Europea de Doctores
Royal European Academy of Doctors

BARCELONA - 1914



CARLOS MALLO ÁLVAREZ

Madrid, 10 de octubre de 1967. Ingeniero Agrónomo por la Escuela Técnica Superior de la Universidad Politécnica de Madrid. MBA por el Instituto de Empresa de Madrid. Financiero y Empresario. Polifacético amante de la naturaleza

Durante su trayectoria profesional, ha trabajado y vivido en España, Reino Unido, Portugal e Italia, además de viajado a una infinidad de países, ejecutando e invirtiendo en una amplia variedad de situaciones empresariales, incluyendo desde operaciones semilla y de crecimiento en compañías de pequeña y mediana dimensión, a grandes compras apalancadas.

Fue uno de los pioneros de la industria del capital privado en los años 90 en España. Iniciando su carrera en el sector en 3i Group plc en su oficina de Manchester (Reino Unido) en 1995, contribuyo significativamente al desarrollo inicial del sector desde sus puestos de Director de Inversiones (Madrid 1997 – 2000) y Director de la Oficina de Barcelona (2000 – 2003).

Se incorporó a Permira en 2003 en Londres para meses más tarde pasar a fundar y liderar la actividad de la firma en España, abriendo la oficina de Madrid en 2004. Después de una rápida progresión, fue nombrado miembro del Comité Ejecutivo, del Comité de Inversiones y del Consejo de Administración de la Firma. Entre 2008 y 2016 fue uno de los Socios Senior que lideró la Firma a nivel global, incluyendo la responsabilidad de Socio responsable de Recursos Humanos, a través de su puesto de Presidente del Comité de Remuneración y Promociones.

Ha sido miembro del Consejo de Administración en numerosas empresas, tanto cotizadas como privadas, destacando entre ellas Telepizza, Cortefiel, Dinosol Supermercados, Edreams Odigeo, Vega Mayor y Esmalglass Itaca.

Pasado, presente y futuro del capital privado

Excmo. Sr. D. Carlos Mallo Álvarez

Pasado, presente y futuro del capital privado

Discurso de ingreso en la Real Academia Europea de Doctores, como
Académico de Honor, en el acto de su recepción
el 6 de febrero, de 2025

por el

Excmo. Sr. D. Carlos Mallo Álvarez
Ingeniero Agrónomo, MBA, Financiero y Empresario

y contestación del Académico Emérito

Excmo. Sr. Dr. Carlos Mallo Rodríguez
Doctor en Ciencias Económicas

COLECCIÓN REAL ACADEMIA EUROPEA DE DOCTORES



Reial Acadèmia Europea de Doctores
Real Academia Europea de Doctores
Royal European Academy of Doctors

BARCELONA - 1914

www.raed.academy

© Carlos Mallo Álvarez

© Real Academia Europea de Doctores

La Real Academia Europea de Doctores, respetando como criterio de autor las opiniones expuestas en sus publicaciones, no se hace ni responsable ni solidaria.

Quedan rigurosamente prohibidas, sin la autorización escrita de los titulares del “Copyright”, bajo las sanciones establecidas en las leyes, la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio o procedimiento, comprendidos la reprografía y el tratamiento informático y la distribución de ejemplares de ella mediante cualquier medio o préstamo público.

Producción Gráfica: Ediciones Gráficas Rey, S.L.

Impreso en papel offset blanco Superior por la Real Academia Europea de Doctores.

ISBN: 978-84-09-68051-1

D.L: B 23348-2024

Impreso en España –Printed in Spain- Barcelona

Fecha de publicación: febrero 2025

*A mis Padres, Carlos y Celia, por todo lo que me han dado
y haberme inculcado el espíritu del trabajo y el conocimiento.*

*A mi mujer, María, por su permanente apoyo incondicional y extraordinario
esfuerzo por sacar adelante la familia y nuestros proyectos.*

A mis hijos, Gonzalo y Rodrigo, que son el futuro.

ÍNDICE

DISCURSO DE INGRESO	11
1. INTRODUCCIÓN	11
2. MI CARRERA PROFESIONAL EN PRIVATE EQUITY	17
3. ORIGEN DEL PRIVATE EQUITY EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS	27
4. EL COMIENZO DE LOS LBOS, LA OPERACIÓN DE RJR NABISCO	31
5. ¿QUÉ ES UN PRIVATE EQUITY?	35
6. EL MODELO DE ALINEAMIENTO DE INTERESES	37
7. SOLUCIONES APORTADAS POR EL CAPITAL PRIVADO	41
8. LA CREACIÓN DE VALOR EN EL CAPITAL PRIVADO	49
9. NUEVAS TENDENCIAS ACTUALES	59
a. El potencial del mercado secundario	59
b. Deuda privada	63
10. DESAFÍOS DE LAS GESTORAS EN EL ENTORNO ACTUAL.....	67
11. CONCLUSIONES	75
12. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	79
13. ANEXO INDICADORES DEL DESARROLLO DEL <i>PRIVATE EQUITY</i> Y <i>PRIVATE DEBT</i>	81
DISCURSO DE CONTESTACIÓN	95
Publicaciones de la Real Academia Europea de Doctores.....	105

❖ 1. INTRODUCCIÓN

Deseo comenzar mi discurso expresando explícitamente mi gratitud y satisfacción por el honor de haber sido elegido Académico Honorario de la Real Academia Europea de Doctores, mostrar mi agradecimiento a la Junta de Gobierno y a todos los prestigiosos académicos que han apoyado mi ingreso. Quería destacar dentro de tan prestigiosa comunidad académica, al actual Presidente de esta Ilustre Corporación Excelentísimo Señor Don Alfredo Rocafort Nicolau, cuyo valioso apoyo ha sido fundamental para mi incorporación.

También a mi padre, Excelentísimo Señor Don Carlos Mallo Rodríguez, elegido Académico numerario de esta Real Academia en el año 2015 y hoy Académico Emérito, que dará posteriormente contestación en este acto a mi discurso de entrada y que me inspiro en mi eventual carrera financiera y empresarial.

A mi madre, Doña Celia Álvarez del Casar, Médico Pediatra, que con gran amor al saber y a la ciencia, me inculco el gusto por el estudio, el conocimiento y el aprendizaje, particularmente el de las ciencias naturales.

Y a mi mujer, madre de mis dos hijos, Doña María Jesús Junquer García, Ingeniero Agrónomo, compañera de proyectos y aventuras, que me ha acompañado en los destinos internacionales donde hemos vivido; apoyado y comprendido incondicionalmente durante mis largas jornadas de trabajo y frecuentes viajes, y llenado el hueco de mis ausencias para con mis hijos Rodrigo y Gonzalo, ambos ya licenciados en Administración de Empresas y de los cuales estoy muy orgulloso.

A la Universidad Camilo José Cela y sus representantes que generosamente nos han facilitado este salón de actos para la celebración de este evento. Como antiguo alumno del Colegio San Estanislao de Kostka, que forma parte del mismo grupo educativo que esta universidad, es para mí un gran placer cerrar mi círculo académico en esta institución.

A mis padrinos los Excelentísimos Señores Don Francisco López Muñoz y Aldo Olcese Santoja.

Y finalmente a tantos amigos y excelentes profesionales que me han acompañado durante mi trayectoria profesional, muchos de los cuales se encuentran hoy en esta sala.

Antes de empezar, querría adelantarles que utilizare a lo largo del discurso algunos términos y nombres anglos. No lo haré por gusto o pretender ser esnobista, sino porque es la terminología utilizada en el sector en toda Europa y Estados Unidos y dichos nombres no tienen un equivalente usado de forma habitual en español, ni en otros idiomas europeos distintos del inglés. Es este un sector con mucho peso anglosajón.

El tema escogido para mi discurso de ingreso, titulado “Pasado, presente y futuro del capital privado (*private equity*)”, pretende ser un repaso de mi experiencia profesional en el sector, así como de la génesis de los mercados de *private equity*, como generalmente se le denomina en la nomenclatura financiera internacional y una explicación de cómo funciona un mundo mencionado y comentado por muchos, pero realmente conocido desde dentro por muy pocos, para finalmente comentar algunas de las tendencias que desde mi punto de vista están actualmente sucediendo y haciendo evolucionar dichos mercados.

La historia del mercado de *private equity* ha impactado y moldeado mi carrera profesional, y después de tantos años de ejercicio, sin duda también mi forma de pensar y afrontar la vida en general. Durante estos 30 años de carrera financiera he vivido en Madrid, Manchester, Barcelona, Londres, Lisboa y Milán, lo cual me ha permitido conocer a extraordinarios profesionales con los cuales he trabajado y aprendido mucho, además de integrarme en la cultura de las ciudades y países donde hemos residido. Adicionalmente, he tenido la extraordinaria fortuna de haber podido ser uno de los profesionales pioneros del mercado de *private equity* en España y Europa a partir de los años 90 y disfrutar de los apasionantes desarrollos ocurridos durante estas últimas décadas, que han convertido esta industria en un motor fundamental de las principales economías occidentales.

Todo ello lo he desarrollado con una enorme pasión, esfuerzo y entrega, verdaderamente tanto mental como física, además de una extraordinaria dedicación durante los últimos 30 años.

Mi carrera dentro del mundo del *private equity* me ha permitido desarrollarme plenamente como profesional a un amplísimo nivel multidisciplinar, me siento en este sentido realmente afortunado.

Permítanme en esta línea alguna licencia a lo largo de este discurso de ingreso a la Real Academia Europea de Doctores, dedicada a las personas jóvenes que están en la sala escuchándome, con el objetivo de ilusionarles y transmitirles qué, con trabajo e ilusión, todo es posible.

Pero antes de terminar esta introducción, respondamos a dos preguntas importantes de cara a entender mejor este fenómeno global.

¿Por qué ha crecido tanto el *private equity* en el mundo?

La respuesta es sencilla, y por fuerza, su contenido tiene que ver con la comparación entre el retorno que los inversores han obtenido en el mercado de capitales cotizado y el privado.

Tomando como referencia el índice Standard & Poors 500 o S&P 500, según datos públicos disponibles, el retorno compuesto obtenido por los inversores entre 1992 y 2024 fue de un 10.89% y el retorno obtenido en el favorable periodo expansivo entre 2010 y 2020 fue del 11.18%.

Tomando como referencia este mismo periodo entre 2010 y 2020, según Mckinsey, la tasa interna de rendimiento (TIR) mediana de los fondos de *private equity* fue de un 16.4%, un 24% para los del cuartil superior y un 8% para los del cuartil inferior.

Por tanto, podemos observar como un inversor del S&P obtuvo una rentabilidad de aproximadamente el 11% de retorno, mientras que ese mismo inversor, si hubiese invertido en la mediana de los fondos de PE habría obtenido una TIR del 16% y si hubiera sido capaz de invertir en los del cuartil superior, un 24%.

Pero en términos prácticos, ¿en qué se ha traducido el fuerte crecimiento del sector de *private equity*?

Para responder y cuantificar la importancia actual del *private equity* a nivel global, compartamos algunas cifras que nos den una idea de la magnitud del sector y su impacto económico en la economía del mundo y de España.

Según también Mckinsey, el valor de los activos bajo gestión a 30 de junio de 2023 a nivel global era de unos 10 billones de

dólares (incluyendo los activos de deuda privada), aproximadamente 7 veces el producto interior bruto de España. La cantidad de dinero levantada globalmente pendiente de ser invertida era de 3.7 billones de dólares, unas 2.5 veces el PIB de España. La cantidad global invertida en 2023 fue de 2.11 billones de dólares, aproximadamente 1.5 veces el PIB español.

Por otro lado, el número de empresas participadas por los fondos de capital privado es enorme y continúa creciendo. La revista Wharton Magazine estimaba en 2019 que el 5% del empleo de Estados Unidos (unos 8 millones de puestos de trabajo) dependía de empresas participadas por *private equity*, es decir, uno de cada veinte, dato que probablemente se haya incrementado en los últimos años, dado el continuo crecimiento de la actividad. En cuanto a España, se estima que actualmente el número de empleados de participadas de fondos de *private equity* está en el entorno de unas 500.000 personas, aproximadamente un 2,5% de la población activa.

Si observamos los niveles de actividad de inversión a nivel español, utilizando los datos recopilados por el profesor José Martí Pellón durante los últimos 30 años, la actividad inversora en España el año 2.000 fue de 1.127 millones de euros. Los datos equivalentes del año 2022 fueron 9.238 millones de euros, es decir, el mercado multiplico por ocho en poco más de dos décadas.

Todas las previsiones indican que, con independencia de los vaivenes que todo sector tiene, el *private equity* seguirá incrementando su peso en la economía global e impactando en su desarrollo cada vez con mayor relevancia.



❖ 2. MI CARRERA PROFESIONAL EN EL MUNDO DEL *PRIVATE EQUITY*

Decidí ser Ingeniero Agrónomo de forma vocacional. Toda mi vida he sentido pasión por la naturaleza, los animales, las plantas y el mundo rural; una pasión que hoy conservo intensamente como mi principal afición y actividad fuera del mundo financiero y que procuro compartir con mi familia y amigos, tanto cuanto puedo fuera de mis obligaciones laborales.

Siempre he transmitido a la gente joven que empieza que, con independencia de lo que hayan estudiado, con pasión, aprendizaje y trabajo, uno puede desarrollar su carrera en aquello que le motive y guste. Obviamente exceptúo aquellos trabajos técnicos que puedan requerir una formación técnica preliminar, como las ingenierías, la medicina o la abogacía, pero el resto de forma general está al alcance de aquellos que se lo propongan. Particularmente el sector financiero, donde he tenido la oportunidad de trabajar con químicos, ingenieros, licenciados en derecho, etc y hasta con un licenciado en Teología, cura practicante protestante, casado por la iglesia anglicana. Obviamente esto último ocurrió en Reino Unido.

Cuando en el año 1995 decidí incorporarme a 3i, muchos de mis compañeros me dijeron que si había considerado bien mi decisión, pues dejaba atrás un muy buen puesto de trabajo con proyección de desarrollo en Centros Comerciales Continente, hoy parte de Carrefour. En aquella época los Hipermercados estaban en pleno boom, eran un negocio de crecimiento con magnífico potencial y Continente presentaba unos extraordinarios resultados.

Pero mis compañeros no sabían que yo jugaba con ventaja. Yo había visto en mi casa como mi padre se había convertido de directivo en empresario, a través de la compra de la empresa donde trabajaba, a un grupo de bancos españoles que querían desinvertir del sector industrial, dada las dificultades que presentaba para ellos mantener una cartera industrial altamente sindicalizada que contaminaba su negocio bancario. Mi padre, sin saberlo, estaba haciendo a mitad de los años 80 un *management buy out*, aunque entonces no se llamara así en España. Y yo estaba aprendiendo de primera mano una de las principales acciones que realiza el *private equity*, que es transformar directivos en empresarios.

Allí quedó aquella semilla que catalizaría mi incorporación al sector posteriormente. Años después, tuve la enorme fortuna de identificar la oportunidad que cambiaría el destino de mi vida en un anuncio de una oferta de trabajo en la sección económica de color salmón del diario El País, que era en aquella época uno de los principales medios a través de los cuales se buscaban nuevas oportunidades de trabajo cualificadas. El anuncio publicitado buscaba a un joven emprendedor e ilusionado para incorporarse a la compañía de *private equity* líder en Europa en sus oficinas del Reino Unido, con el objetivo de formarse y posteriormente volver para incorporarse a la plantilla de España. Pensé que aquella era la oportunidad que había estado esperando y afronté el proceso de selección con una gran fe, determinación y confianza. Finalmente, la fortuna me sonrió al ser elegido para el puesto. Aterricé en Manchester en Julio de 1995 para incorporarme como Analista de Inversiones en 3i Group plc, momento en el que inicié mi carrera en el sector financiero.

Recién casado, la experiencia en Manchester fue extraordinaria, tanto a nivel profesional como personal, y me permitió reali-

zar un aprendizaje amplísimo que en España no hubiera sido posible en aquella época, ya que no había profesionales con el conocimiento de *Private Equity* que tenían en el Reino Unido en aquel entonces.

Aparte de los magníficos cursos de formación intensivos internos de 3i, que realicé junto a otros profesionales europeos, tuve un excelente Director de Oficina, Steven Ross, al cual le estaré siempre agradecido por el apoyo que me prestó. Dicho Director confió en mí y me permitió liderar y ejecutar tres transacciones de principio a fin, lo cual me dio pie a no solo aprender observando, sino en la práctica ejecutando. Aquel “*secondment*”, como lo llamaban en 3i, fue un auténtico máster para mí que me daría alas para realizar una rápida carrera en el sector.

En el año 1997 volví a Madrid como Director de Inversiones. El mercado en España empezaba lentamente a despegar, aunque a base de predicar en el desierto de manera persistente y explicar una y otra vez a familias y empresas las ventajas del producto que podíamos ofrecerles. Había en aquellos tiempos muy poca cultura financiera en general y mucha desconfianza por parte de los empresarios. Para ellos vender una parte de su empresa era como dejar entrar a un extraño en su casa, en algo muy suyo y donde frecuentemente estaban acostumbrados a hacer y deshacer aquello que quisieran, sin tener que dar explicaciones a nadie.

El producto de 3i era extraordinariamente flexible, ya que podía afrontar inversiones tanto en mayoría como en minoría, lo cual, a pesar de las dificultades, ayudaba mucho a la hora de poder hacer un traje a medida para cada operación, según las necesidades que tuviera cada situación. Como 3i invertía dinero de su propio balance, se podía incluso permitir el lujo de no tener cláusulas de salida en las operaciones minoritarias,

hecho muy poco habitual e imposible para cualquier fondo de naturaleza cerrada, con fecha de comienzo y fin, como habitualmente tienen.

Enfatizábamos también los factores cualitativos que conllevaba una entrada de 3i, ya que no solo obtendrían dinero, que al fin y al cabo acaba siendo un *commodity* en operaciones atractivas, sino también el valor añadido que les aportaríamos a través de nuestra vasta red internacional de empresas participadas del portafolio, nuestros expertos sectoriales y nuestras capacidades de ejecución de M&A a su favor, en el caso de que quisieran realizar fusiones o adquisiciones. Fue sin duda la década de los 90 en España la época pionera del sector y en la cual tuve la enorme satisfacción de participar y disfrutar.

De aquella etapa en la oficina de 3i de Madrid resultaron, entre otras, la operación de AC Hoteles sobre la cual comentaré más tarde o la de Vega Mayor, compañía innovadora y líder en vegetales de cuarta gama, que después venderíamos a la cooperativa francesa Agrial, propietaria de la marca Florette, con gran éxito.

En el año 2000 asumí el liderazgo de 3i en Barcelona como Director de Oficina. De aquel periodo destacaría que me permitió convertirme en gestor de personas, además de inversor, al pasar a tener un equipo de 5 ejecutivos de inversiones a mi cargo. En el sector del *private equity* los medios de producción son un número reducido de personas, altamente formadas y cualificadas, muy ambiciosas normalmente y con grandes capacidades intelectuales enfocadas a la generación y creación de negocio y valor. Saber cómo gestionar este tipo de equipos y motivarles es crítico para que las firmas de *private equity* tengan éxito, experiencia que resultaría clave para el que sería mi próximo salto profesional.

En el año 2002, la firma de Head Hunting Seeliger y Conde buscaba una persona del sector para abrir la oficina de Permira en España. Por aquel entonces, Permira tenía oficinas en Londres, Frankfurt, Milán y París, pero no contaba con presencia en España. Estaba en aquellos momentos en pleno proceso de *fund raising* levantando el Fondo Permira Europe II de 3.000 millones de euros. Estratégicamente habían decidido entrar en nuestro país, de cara a cubrir todas las principales economías de Europa occidental y poder tener acceso a una geografía más en la cual pudieran invertir el nuevo fondo, que triplicaba el tamaño del anterior Fondo, Permira Europe I.

El proceso de selección fue muy largo y lento, porque estaba supeditado al cierre del nuevo fondo y prácticamente duró un año y medio. Durante ese periodo tuve la oportunidad de viajar a todas las oficinas de la firma y conocer a 13 de sus 20 socios, lo cual les permitió conocerme y viceversa. Si una cosa caracteriza a Permira es la profundidad del *due diligence* y análisis con el que toma sus decisiones a todos los niveles, ya sean decisiones de inversión, estratégicas o de selección de ejecutivos.

Finalmente, en el verano de 2003 fui seleccionado para liderar el proyecto de apertura en España. De nuevo, durante unos meses volví al Reino Unido, en este caso a Londres, para realizar mi proceso de formación e inducción en la oficina central de Permira. Ya había percibido durante el proceso de incorporación que el ritmo de trabajo en 3i era alto, pero en Permira brutal. Allí para los ejecutivos en general y particularmente para los que empezaban, los días no tenían horas y los fines de semana estaban frecuentemente incluidos en la jornada laboral, parecido a aquello que a veces vemos en las películas de Wall Street. Realmente fue un aterrizaje muy intenso, a la vez que increíblemente reconfortante por la maravilla de trabajar con gente de la cual estás aprendiendo constantemente y con

un espíritu de superación enorme. Aquello fue verdaderamente haber entrado a jugar en la Champions del *private equity*.

A primeros del año 2004 abrimos la oficina española en la madrileña Plaza del Marqués de Salamanca. Recluté un reducido equipo de tres personas con perfiles complementarios. José Múgica se incorporó proveniente del mundo de banca de inversión, concretamente de Morgan Stanley en Nueva York. Su misión era desarrollar el trabajo de M&A relativo a análisis de valoración de empresas, modelaje de la operación, financiación y análisis de las opciones estratégicas en la futura salida de las compañías en las que invertiríamos. Francesco de Mojana entró con un *background* de consultor estratégico y experiencia de haber trabajado en McKinsey. Su misión era la elaboración del plan estratégico y de negocios que daría pie al plan de creación de valor de la inversión. Y finalmente, un tiempo después, llegó Ignacio Faus proveniente del mundo de *Transaction Services* de KPMG, con experiencia en la realización de *due diligence* financiera. Su misión, de forma simplista, era responder a la pregunta de si de verdad la compañía que estuviéramos estudiando ganaba lo que nos estaban diciendo, cosa que parece obvia, pero ciertamente no lo es dada la complejidad de las cuentas de las empresas y la flexibilidad contable.

El equipo multidisciplinar formado tuvo un gran éxito y fue la clave del impacto y desarrollo que tuvimos en el mercado frente a competidores muy establecidos. Cada miembro del equipo tenía un role asignado y todos juntos formábamos un equipo compacto que junto al apoyo de otras oficinas de Permira nos dotaba de una capacidad de ejecución muy potente. Hasta entonces Permira había estado trabajando fundamentalmente en silos por países, pero nosotros, ante la necesidad de obtener apoyo interno para nuestras propuestas y de conocimiento sectorial, pusimos en práctica un modelo de equipo multidisci-

plinar proveniente de la red internacional de oficinas, que fue copiado y exportado al resto de la firma y es el modelo actual de trabajo en Permira.

Mi role externo como líder era amplio y consistía inicialmente en buscar las oportunidades de operaciones en el mercado, aparte de la representación institucional de la firma. Una vez identificada una operación, debía negociar con los vendedores y equipos directivos de cara a llegar a un acuerdo para la realización de la transacción. En la fase de ejecución debía coordinar todas las áreas de trabajo, que incluían definir el alcance del *due diligence* estratégico, financiero, legal, fiscal y laboral y valorar las conclusiones de los informes realizados por los asesores, además de participar con el equipo en el proceso de levantar la financiación bancaria para la operación, creación del plan de negocio y su ejecución. Por supuesto, sin olvidar el enorme y complejo trabajo interno que requiere que el Comité de Inversiones de una de estas firmas apruebe una operación de este tipo y dimensión.

Entre los años 2004 y 2010 realizamos cuatro de las operaciones más relevantes del sector en España que fueron la compra de los activos de Ahold Supermercados, las operaciones de *public to private* o exclusión de cotización de Grupo Cortefiel y Telepizza y la creación de uno de los primeros unicornios tecnológicos españoles a través de la fusión de las agencias de viajes *on line* Edreams, Opodo y Go voyage.

Mi carrera interna en Permira fue muy veloz e intensa, incorporándome en el año 2008 al Comité Ejecutivo, órgano que definía la estrategia de la Firma, en 2010 tanto al Comité de Inversiones, órgano de discusión y aprobación de las inversiones a nivel global, como al Consejo de Administración de la firma. Además, entre 2008 y 2016 fui el socio responsable de

Recursos Humanos, desarrollando toda la política de selección y formación de talento, promoción y compensación de los ejecutivos de Permira a nivel global.

Para no extenderme, finalmente tras 22 años de una muy satisfactoria carrera profesional al máximo nivel, decidí a finales de 2016 salir de Permira para poder dedicar más tiempo a mi familia y embarcarme en nuevos proyectos empresariales propios, dentro del mundo de la inversión también. Durante estos últimos años he creado la firma Albatross Capital dedicada al desarrollo inmobiliario en Portugal y la firma BIC Capital dedicada al private equity en Italia y España.

Considero que para mí lo más atractivo de formar parte del mundo del *private equity* durante estas tres últimas décadas ha sido estar permanentemente aprendiendo, desde el primer día que inicie la actividad hasta el día de hoy. La cantidad de factores que influyen en la actividad es amplísima, incluyendo la fase del ciclo económico, el sector de la compañía que estés estudiando, su posición estratégica y potencial de desarrollo, unido a los factores humanos como la selección, gestión e incentivación de equipos directivos, hacen que no haya dos situaciones iguales y requieran siempre el máximo de estudio y atención para tener éxito.

Creo poder afirmar sin equivocarme que la combinación de conocimiento técnico o "*hard skills*" junto con las habilidades interpersonales o "*soft skills*" necesarias para hacer este trabajo, lo hacen una de las actividades más exigentes y a la vez atractivas del sector financiero y el mundo de la empresa en general.

Una vez finalizado este breve repaso de mi carrera profesional, que espero haya sido de su interés, particularmente de la

audiencia más joven, vamos a pasar a enfocarnos en cómo se desarrolló el mercado de capital privado, que está transformando nuestra economía de forma determinante y a pasos agigantados.



❖ 3. ORIGEN DEL *PRIVATE EQUITY* EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS

El origen del *private equity* en Europa data del año 1945 en el Reino Unido, cuando The Industrial and Commercial Finance Corporation (ICFC) fue constituido bajo indicaciones del Gobierno Británico. Por aquel entonces, la Segunda Guerra mundial acababa de terminar y Europa y su tejido empresarial estaban literalmente destruidos.

Tras una devastación de semejante magnitud, los países europeos tenían una necesidad enorme de levantar la economía, a través de la reconstrucción de sus sectores industriales y de servicios. Bajo la iniciativa del Banco de Inglaterra, los mayores bancos británicos, incluyendo entre otros a Barclays, Lloyds o Midland Bank, crearon ICFC con una dotación inicial de 15 millones de libras con el objetivo que atendiese y apoyase la capitalización de las pequeñas y medianas empresas británicas.

A final de los años 60, ICFC expande su enfoque y comienza a financiar también empresas de mayor tamaño y diversifica a más sectores. En 1973 se convierte en 3i, acrónimo de *investors in industry*, con el objetivo de reflejar mejor su actividad y seguir creciendo.

Sin duda, 3i fue la base de la industria en el Reino Unido, pero también la semilla que desarrollaría a largo plazo el sector en Europa. A raíz de su expansión a partir de los años 80 a Europa Continental, a través de la apertura de una amplia red de oficinas, entre las que estaban las oficinas de Madrid y Barcelona en España, abiertas en los años 1989 y 1991 respectivamente, bajo

el liderazgo de Gabriel Gutierrez Ugalde, dotó de capital y expandió el conocimiento del *private equity* al resto del continente. En 1994 3i salió a la bolsa de Londres con una estructura jurídica de *Investment Trust* que le permitía tener una fiscalidad neutra en el tratamiento de las plusvalías obtenidas y no distribuidas a sus accionistas. No olvidemos que una de las grandes ventajas históricas de Londres como plaza financiera líder en Europa ha sido siempre la creación de un ecosistema tanto de conocimiento, como de eficiencia fiscal para los inversores.

Cabe resaltar que muchos de los directivos que han sido y son los socios directores de las principales gestoras de *private equity* en Europa y España trabajaron en sus primeros años en 3i, dicha firma ha sido una extraordinaria escuela para muchos de nosotros.

También el fin de la Segunda Guerra Mundial marcó el comienzo del *private equity* en Estados Unidos, pero en este caso, el motor fue la iniciativa privada la que creó el sector. La compañía American Research and Development Corporation (ARCD) fue fundada por cuatro individuos en 1946 con el objetivo de fondar inversiones en compañías creadas por los soldados americanos que regresaban de la guerra. Como en el caso de 3i en Europa, ARCD fue una escuela para muchos ejecutivos que posteriormente se incorporaron a otras firmas del sector.

En 1958 el Gobierno de Estados Unidos aprueba la Small Business Investment Act con el objetivo de facilitar la creación de firmas de inversión que financien las pequeñas y medianas compañías, lo cual facilita el desarrollo del sector a lo largo de los años 60.

Pero no sería hasta el año 1976 cuando Henry Kravis y George Roberts, que anteriormente habían trabajado como banque-

ros de inversión en Bear Stearns, cofundaron KKR, junto a su mentor Jerome Kohlberg, cuando la industria del capital privado tomase un impulso definitivo. Kravis y Roberts, que eran primos y amigos íntimos, iban sentar las bases del *private equity* moderno que ha llegado hasta nuestros días.

Un hito fundamental en la historia el sector sería la ejecución de la famosa operación de *leverage buy out* de RJR Nabisco ocurrida en 1988 por un importe superior a los 25.000 millones de dólares (más de 31.000 millones de dólares teniendo en cuenta líneas de capital circulante y refinanciación) narrada tanto en el famoso libro como en la película titulados “Barbarians at the Gate” (“Los bárbaros en la puerta”), para que el *private equity* pasase a ser ampliamente conocido en los Estados Unidos por el público en general y practicado por cada vez más firmas.



❖ 4. EL COMIENZO DE LOS LBO - LA OPERACIÓN DE RJR NABISCO

RJR Nabisco era el conglomerado resultante de la fusión de R.J. Reynolds Tobacco Company, un gigante de la producción de tabaco, propietario de marcas internacionales de cigarrillos como Camel o Winston, y Nabisco, una gran compañía del ámbito alimentario propietario de marcas como Oreo o Ritz Crackers. A finales de los años 80, la compañía estaba cotizada en la bolsa de Nueva York y el valor de su acción estaba siendo fuertemente penalizado por el mercado debido a las demandas y reclamaciones judiciales que empezaba a haber de personas afectadas por cánceres debido al consumo del tabaco, a la futura esperada caída de la demanda del producto debido a sus nocivas consecuencias para la salud y también a la incipiente normativa que se estaba empezando a desarrollar en contra del tabaco en los Estados Unidos. RJR Nabisco cotizaba a un PER de 9 veces frente a la media de 25 veces de otras compañías comparables del sector alimentario y su acción tenía un precio alrededor de 50USD.

Ross Johnson era el consejero delegado de la compañía y estaba firmemente convencido de que la cotización de la acción no reflejaba el valor real de la sociedad, ya que en su opinión el mercado estaba sobre reaccionando a los potenciales riesgos del negocio. En el proceso de búsqueda de una solución a dicho problema, Johnson fue presentado a primeros de 1988 por sus asesores a Henry Kravis, quien le dio la idea y explicó cómo, con la ayuda de KKR, podría comprar y excluir la compañía de la bolsa a través de una Oferta Pública de Adquisición de Ac-

ciones, operación normalmente denominada por su acrónimo OPA, financiándola a través de un *leverage buy out*, donde la operación se fondearía fundamentalmente con deuda y la propia compañía pagaría con sus *cash flows* o flujos de caja futuros el servicio de la deuda proveniente de la transacción.

Johnson y Kravis no congeniaron en sus encuentros, ya que Kravis pretendía tener control por parte de KKR sobre la empresa, lo cual era rechazado por Johnson, quien quería seguir dirigiendo la compañía a sus anchas sin interferencias y con un gobierno corporativo ligero y laxo. Como consecuencia, Johnson optó por buscar, a través de sus asesores, otras firmas financieras que le ayudasen a estructurar y financiar la operación. Así comenzó lo que eventualmente sería la pugna entre ambos por el control de RJR Nabisco.

Johnson definió a los miembros del equipo directivo que participarían en la operación, incorporando al consejero delegado de la división de tabaco, pero erradamente, como veremos más tarde, excluyó al consejero delegado de la división alimentaria.

Respecto al *private equity* con el que asociaría, decidió finalmente trabajar con la firma Shearson Lehman Hutton, que exitosamente fue capaz de levantar el fondeo para la operación de sus inversores y un amplio pool de bancos financiadores. En octubre de 1988 Johnson y Shearson presentaron una oferta por la compañía a un precio de 75USD por acción, que representaba un valor de 17.600 millones de dólares. Esta valoración estaba ligeramente por encima del más alto precio de cotización que jamás había tenido la compañía, y era por tanto, una oferta muy atractiva.

Como en cualquier otra compañía cotizada, la compañía desde ese momento estaba en juego y el Consejo de Administración tenía la obligación fiduciaria de facilitar y recibir cualquier otra

oferta para maximizar el precio de la compañía a favor de los accionistas.

Pocos días después KKR reaccionó y contra ofertó 90USD por acción, mientras otras instituciones como First Boston y Forstman Little iniciaron el estudio de la operación. First Boston presentó posteriormente una oferta a 112USD sujeta a financiación. Dado el alto interés que se había suscitado entre varios oferentes y la consecuente tensión competitiva que se había creado para obtener el control de la compañía, el Consejo definió un proceso para la presentación de ofertas finales de forma que todos los interesados tuvieran un tiempo justo, pero suficiente para que completaran sus trabajos y así asegurarse maximizar el precio de la compañía para los accionistas.

Como hemos mencionado, Johnson había cometido el error de excluir al CEO de la división de alimentación de la operación. Este se asoció confidencialmente con KKR, facilitándoles información adicional clave bajo cuerda, con el objetivo de que pudieran profundizar más en el análisis del negocio con información aún más completa y así preparar un plan de creación de valor más agresivo y poder incrementar su precio por RJR Nabisco para batir a Johnson.

Llegado el día final marcado por el Consejo de Administración para presentar ofertas finales por la compañía, First Boston abandonó la puja al no haber sido capaz de levantar la financiación.

Quedaron de nuevo solo los dos contendientes originales, que presentaron ofertas a 101 USD por parte de Johnson y 106USD por parte de KKR. Un Comité Especial delegado del Consejo de Administración negoció mano a mano con los dos contrincantes, con el objetivo de cerrar la operación con uno de ellos al mayor precio. Durante esta fase final, Kravis sintió

que estaba siendo utilizado como liebre a favor de Johnson y amenazó con abandonar la operación, a menos de que le concedieran 45 millones de dólares de comisión de honorarios o “break up fee” para KKR en caso de que perdiese la operación, a cambio de no levantarse de la mesa y continuar negociando. El Comité Especial aceptó la petición de Kravis con el objetivo de poder mantener la tensión competitiva.

Johnson movió ficha de nuevo e incrementó su precio como puja final a 112 USD por acción y KKR se movió a 109 USD, es decir, ambas ofertas por valor superior de 25.000 millones de dólares de valor del *equity* de la compañía, siendo la oferta de Johnson y Shearson ligeramente superior a la de KKR.

Llegados a este punto de extrema tensión competitiva, el Consejo tomó su decisión final y eligió dar como ganadora a la oferta de KKR, habiendo sido el factor que motivó la decisión una filtración en un artículo del semanario Time donde se desvelaba el enorme paquete de acciones y su potencial valor económico que quedaría en manos de Johnson después de la operación, lo cual provocó un fuerte rechazo en los consejeros de RJR Nabisco, aunque su oferta era ligeramente superior a la de KKR.

A pesar de que los grandes ganadores de la operación fueron sin duda los accionistas de RJR Nabisco, que vieron más que duplicado el valor de sus acciones en unas pocas semanas debido a la contienda entre Johnson y Kravis, y de que la operación tuvo un resultado mediocre para KKR desde el punto de vista de retornos, ya que claramente sobrepagaron por el activo, sin duda esta operación de Nabisco sería el comienzo de la época dorada del *private equity* hasta nuestros días y marcaría precedentes y pautas de actuación que se repetirían en el futuro.



❖ 5. ¿QUÉ ES UN *PRIVATE EQUITY*?

Definamos ahora el término *private equity* de una forma granular, describiendo las distintas partes que participan en la industria y su *modus operandi*.

El término *private equity* normalmente hace referencia a inversiones de capital en empresas no cotizadas en los mercados de valores (comúnmente llamados bolsas).

Una firma de *private equity* es una compañía cuyo principal activo son los ejecutivos que la componen y su conocimiento de la ejecución de operaciones de capital privado, cualquiera que sea la fase del ciclo en la que esté especializada, el foco sectorial o geográfico. Frecuentemente se la denomina como espónsor o gestora.

Su trabajo consiste en captar y asesorar Fondos de *Private equity* en relación a la búsqueda, selección y análisis de oportunidades, ejecución del *due diligence* (análisis holístico de la empresa en estudio), la elaboración del plan de negocio de la compañía *target* junto a un equipo directivo y consultoras asesoras y su consecuente plan de creación de valor, proveer servicios de consultoría al portafolio del fondo y, finalmente, dirigir, junto a asesores de M&A o por ellos mismos, el proceso de inversión y desinversión de la compañía del portafolio.

El objetivo final de una firma de *private equity* es aumentar el valor de las participadas de forma sostenible para obtener eventualmente una plusvalía a través de la desinversión de la empresa, ya sea a través de la salida de la empresa a bolsa, la venta a un grupo industrial o de servicios, o a un inversor financiero.

Normalmente las firmas de *private equity* cobran unos honorarios de gestión o “*management fee*” entre un 1.5% y 2% anual del capital gestionado más un porcentaje de la plusvalía obtenida por los inversores, típicamente entre un 10% y un 20%, según sea la naturaleza del fondo, una vez superado un umbral de la Tasa Interna de Rentabilidad o TIR del proyecto. Dicho umbral o “*hurdle*” típicamente suele estar entre un 6% y un 8%, por debajo del cual el *private equity* no recibe ningún incentivo adicional al *management fee*.

Los inversores en fondos de *private equity* o *limited partners* contribuyen la mayor parte del capital aportado a dichos fondos y participan meramente como inversores pasivos. Normalmente son fondos de pensiones públicos y privados, compañías de seguros, bancos, *family offices* o fondos de fondos. La propia gestora y sus ejecutivos aportarán también una parte de los fondos, habitualmente entre un 2% y un 5%, de cara a alinear sus intereses con los de los inversores.

El *general partner* o GP de un fondo específico es una compañía formada “ad hoc” por la gestora o firma de *private equity* que ha realizado la captación de capital de los inversores o “*fund raising*”. El GP tiene la responsabilidad fiduciaria de actuar responsablemente en el interés de los inversores y gestionará todas las decisiones claves del fondo, además de las llamadas de capital y distribuciones a los inversores en línea con el Limited Partnership Agreement o LPA, que regula las relaciones entre el fondo y sus inversores. El consejo de Administración del General Partner generalmente incluye consejeros independientes no ligados a la gestora. El *general partner* normalmente delega algunas de sus funciones, como la del Comité de Inversiones, a la firma de *private equity*, pero en cualquier caso será siempre el responsable final de las decisiones tomadas con relación al fondo.



❖ 6. EL MODELO DE ALINEAMIENTO DE INTERESES

La clave principal del éxito de la industria del *private equity* se basa fundamentalmente en su capacidad demostrada históricamente de mejorar las compañías donde invierte con capital paciente a largo plazo, lo que se debe en gran medida a su habilidad de hacer confluir los intereses de los inversores o *limited partners* con los de los equipos de las gestoras de *private equity* y los directivos que dirigen las compañías.

Enfoquémonos en describir las herramientas concretas que utiliza la industria para incentivar a los gestores y a los directivos de las empresas, concretamente los incentivos entre la gestora y los *limited partners* a través del *carried interest* y la incentivación de los equipos directivos por parte de los espórsors a través de planes de inversión favorables en capital o “*sweet equity*”.

Retomando de nuevo la historia de KKR, descubriremos el origen del *carried interest*. Kravis y Roberts iniciaron su camino con un escaso capital de 120.000 dólares. Con dicho importe en su cuenta, se lanzaron a levantar el capital de su primer fondo de *private equity*, con el objetivo de captar 25 millones de dólares. Hoy en día, ese es el importe que gestiona cualquier pequeño fondo, pero en aquella época era una cantidad enorme, dado que no existía el sector de fondos de capital privado. Dada las dificultades que encontraron para captar el fondo, decidieron contactar con ocho individuos de alto patrimonio para que les dieran importes mucho más pequeños, 50.000 dólares cada uno, con la propuesta de ofrecerles coinvertir en las operaciones que hicieran y, a cambio, ellos recibirían un porcentaje de las plusvalías.

Su inspiración para definir lo que en futuro serían los esquemas de *carried interest*, vino del hecho que el padre de Roberts trabajaba en la industria del petróleo y del gas. En esa industria había una práctica habitual por la cual, cuando el promotor de una búsqueda de un yacimiento buscaba un patrocinador que pusiera el capital, el reparto de los beneficios era 1/3 para el promotor y 2/3 para el capitalista.

Dada la naturaleza del sector financiero, donde el peso del capital aportado es fundamental para poder realizar la actividad, pensaron que para el *private equity* una regla de reparto de las plusvalías de 80% para el *limited partner* y 20% para la gestora sería lo justo. Aquello fue el origen del hoy llamado *carried interest*, que continúa usando la industria de forma generalizada y fundamental para alinear de forma muy efectiva a inversores y gestores en la obtención de beneficios. Si no hay plusvalía, no hay premio, mientras si la hay, puede ser sustanciosa sobre la mencionada base de reparto 80/20.

La otra columna fundamental para alinear los intereses de un proyecto es el equipo directivo que dirigirá la empresa. En las operaciones apalancadas, un parte muy relevante de la financiación viene vía deuda estructurada a largo plazo, reduciendo la cantidad de capital o *equity* necesario para realizar la operación. De cara a motivar a los directivos, los *private equities* dividen el capital en dos tramos. Una primera y pequeña parte del capital se emitirá *pari passu* a nominal entre el fondo financiador y el equipo directivo. Habrá un segundo tramo de capital que obtendrá un retorno inferior al capital ordinario, en el cual solo invertirá el fondo en forma de acciones preferentes o instrumentos de *quasi* capital como deuda participativa subordinada, de forma que apalancará el retorno del capital de equipo directivo notablemente. La ratio que mide la generosidad con la que el *management* es tratado se denomina ratio de envidia o

“*envy ratio*” y es la relación entre la capitalización de los fondos aportados por el Fondo y la capitalización del *equity* del *management*. Un mayor *envy ratio* indica una mayor generosidad hacia el equipo.



❖ 7. SOLUCIONES APORTADAS POR EL CAPITAL PRIVADO

El abanico de soluciones que puede aportar un *private equity* es amplísimo y abarca todas las fases de la vida de la empresa en la más variada gama de situaciones. Una inyección de capital o de capacidades de gestión externa puede ser a veces fundamental para superar desafíos en el desarrollo de la empresa o para conseguir el potencial pleno de la misma. Las necesidades y exigencias en ciertos puntos de inflexión de la vida de una empresa, pueden a veces superar las capacidades y servicios ofrecidos por la industria de servicios financieros y consultoría. En estos casos, el *private equity* se ha convertido en las últimas décadas en una fuente fundamental de transformación de la empresa, no solo aportando capital sino el conocimiento o *know how* adquirido a través de múltiples inversiones en casi todos los sectores.

A continuación, describo las soluciones más frecuentes aportadas por el capital privado a lo largo de la vida de la empresa o según el tipo o naturaleza de la operación.

Creación de una nueva compañía o venture capital:

Es muy frecuente que un emprendedor tenga una magnífica idea, pero no los medios económicos y conocimientos que se precisan para implementar el proyecto. El venture capital es el segmento de los fondos de capital privado que se especializa en apoyar a compañías en estadios iniciales de desarrollo o *early stage*. En este tipo de fondos normalmente una gran parte de sus inversiones resultan fallidas, pero un pequeño número de ellas resulta en un gran éxito que compensa las pérdidas de

las fallidas y produce el beneficio del fondo. En este segmento ubicaríamos los proyectos españoles de Edreams, Glovo o Cabify, proyectos todos que contaron con el apoyo de fondos de Venture.

Desarrollo de una compañía existente:

Es también usual que emprendedores que contaban con suficientes medios para iniciar sus proyectos, los hayan iniciado con éxito, pero no tengan recursos suficientes para llevarlos a su potencial pleno. En este segmento se ubican los fondos de capital de crecimiento o "*growth capital*", que normalmente toman posiciones minoritarias para apoyar el crecimiento de compañías en un estado de desarrollo más avanzado. Un extraordinario ejemplo en España es el de Antonio Catalán y AC Hoteles. Una vez vendió su participación en NH Hoteles a finales de los años 90, Catalán fundó AC, abriendo un número reducido de hoteles que demostraba el potencial del nuevo proyecto. Si tomó una participación minoritaria a través de una ampliación de capital que le permitió a Catalán continuar con su programa de aperturas, creando una magnífica cadena de hoteles de ciudad que eventualmente se integraría en Marriot Hotels.

Sucesión en la empresa familiar:

Frecuentemente las empresas son creadas por un emprendedor con una idea brillante, que con una enorme dedicación, lleva a la empresa a un momento de éxito importante. Una vez este primer emprendedor se retira, la siguiente generación puede en muchos casos tener el interés y la capacidad de continuar la labor de la primera generación con éxito, pero otras muchas veces no. Si realizó en su día un estudio cuyo resultado fue la constatación estadística de que, en Europa, 2 de cada 3 empresas familiares no llegan a la tercera generación.

El *private equity* detectó esta situación hace muchas décadas y claramente se posicionó como un agente facilitador de la transición de la propiedad de las empresas familiares, cuando las circunstancias hacen que una familia decida tomar ese camino. En ese caso, normalmente el *private equity* realiza la compra de la sociedad en conjunción con un equipo directivo, que puede estar ya dentro de la empresa, si la empresa se ha profesionalizado con directivos externos, o fuera, en caso de que hasta ese punto la gestión continúe en manos de la familia. Este tipo de operación se denomina *management buy out* (cuando el directivo está ya dentro de la empresa) o *management buy in* (cuando el directivo se incorpora de fuera).

Un ejemplo de este tipo de operación en España fue la adquisición por parte de Permira junto a otros fondos de la compañía familiar Cortefiel. Las familias propietarias habían ido gradualmente fragmentando la propiedad de las acciones y además llegado a un punto, el líder de la empresa, Gonzalo Hinojosa, tomó la decisión de querer retirarse de la gestión. La suma de ambos factores llevó a las familias a tomar la decisión de desinvertir de la empresa.

Desinversiones de grupos industriales:

A menudo los grupos industriales crecen a través de desarrollos orgánicos en nuevos negocios y geografías o a través de adquisiciones. Es también habitual que los Consejos de Administración revisen periódicamente la estrategia de la empresa y decidan la desinversión de ciertas divisiones o actividades, ya sea porque puedan considerarlas no estratégicas o *non core* o por necesidad de reestructurar su balance y estructura de capital financiera.

El *private equity* se ha convertido en un comprador habitual de empresas vendidas por conglomerados y grupos industriales

y de servicios, que a veces prefieren vender a un comprador financiero neutro y sin problemas de competencia, que puedan dificultar la venta desde un punto de *antitrust* o dañar la posición competitiva del vendedor.

Este tipo de operaciones se realiza a través de *leverage buy outs*, ya sean *management buy outs* o *management buy ins*, según definido anteriormente.

La compañía de supermercado Ahold entró en una profunda crisis financiera al comienzo de los años 2000 y se vio obligada a vender sus actividades en Estados Unidos y España. El fondo Permira compró la división española, imponiéndose a grandes grupos de distribución, a los cuales Ahold prefirió no vender para no alimentar la escala de sus competidores.

Operaciones de *build up* o consolidación sectorial:

El *private equity* se convierte en un consolidador en situaciones de sectores fuertemente fragmentados, donde la creación de una empresa de dimensión empresarial superior a la competencia, puede generar una ventaja competitiva diferencial debido a las economías de escala. En estos casos, el fondo comprará una compañía que hará de plataforma inicial que le permita aglutinar otras empresas a través de sucesivas adquisiciones. La posibilidad de contribuir nuevos fondos para efectuar las posteriores compras, la gran capacidad de ejecutar M&A, el conocimiento de un determinado sector y la red de equipos directivos o *management* adecuados para cada ocasión, hacen del *private equity* un jugador fundamental en este tipo de operaciones.

Uno de los principales vectores de creación de valor en este tipo de proyecto suele ser el arbitraje de múltiplo o “*multiple arbitrage*”, ya que habitualmente la compra de empresas indi-

viduales que se incorporan a la plataforma, se realizará a un múltiplo más bajo que la desinversión de la compañía al final del proyecto, que normalmente será vendida a un múltiplo más alto, dada su mayor escala.

En 2016, el Gobierno Italiano liderado por Matteo Renzi decidió liberar el sector de las farmacias. Como sabemos, muchos mercados en Europa están regulados y no está permitida la tenencia de más de un número limitado de farmacias por cada farmacéutico. Sin embargo, en otros mercados como el británico, este sector está liberalizado desde hace décadas y hay grupos de farmacias con centenares o miles de unidades, sea el caso de Boots.

Atraídos por la oportunidad, dos ejecutivos que habían trabajado en el sector del *private equity*, decidieron dejar sus trabajos para liderar la consolidación temprana del sector apoyados por un grupo de LPs italianos. En el espacio de dos años consolidaron unas 150 farmacias, que finalmente fueron compradas por un *private equity* de tamaño superior para seguir con el proceso de consolidación.

Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) de compañías cotizadas:

El mercado de compañías cotizadas se mueve por criterios objetivos ligados a los beneficios que obtienen las compañías y por los ciclos económicos que van a determinar los multiplicadores a los que coticen dichas compañías. Pero, lejos de ser un mercado perfecto, se ha evidenciado que hay un factor subjetivo que puede hacer que el mercado pueda estar en algunos momentos sobrevalorado por la fe de los inversores (*bullish market*) o infravalorado por el sentimiento negativo de los inversores (*bearish market*). Además, a veces ciertas compañías pueden, o

bien no ser capaces de transmitir bien sus planes de crecimiento al mercado por causas endógenas o exógenas, o el mercado puede no haber detectado o creído en su verdadero potencial de crecimiento.

Según los fondos gestionados por gestoras de *private equity* fueron incrementando de tamaño, la realización de OPAs, normalmente de un tamaño más grandes a la media de las transacciones privadas, empezó a ser habitual.

En 2006, Permira detectó que la compañía cotizada Hugo Boss no estaba suficientemente valorada por el mercado y solicitó información al consejo de administración para evaluar una posible compra de un paquete de control. Una vez realizado el análisis de la información provista por la compañía, Permira lanzó una OPA sobre sus acciones y se hizo con su control con el objetivo de relanzar su desarrollo, particularmente en Asia. Posteriormente analizaremos con un poco más de profundidad la operación de Hugo Boss y Permira, otra de las operaciones icono de la historia del *private equity*.

Inversión en compañías con dificultades o *Turnaround*:

Las compañías a lo largo de su vida nacen, se desarrollan y eventualmente mueren debido a varias causas, que pueden variar desde obsolescencia tecnológica a gestión menos eficiente que su competencia. A pesar de que estas situaciones son de altísimo riesgo e implican una alta responsabilidad social, ciertos *private equity* invierten en empresas en dificultades.

Normalmente solo invierten en sectores que conocen profundamente de la mano de directivos expertos en dicho sector. Para poder “darle la vuelta” a la evolución de una compañía, normalmente es necesario invertir a través de una ampliación

de capital para reforzar el balance y frecuentemente cambiar el equipo de gestión.

Para poner también un ejemplo de situaciones donde el *private equity* no ha conseguido sus metas, la compra de la compañía discográfica británica en dificultades EMI en 2006, por parte de los fondos gestionados por Terra Firma, resultó en la pérdida de la inversión con consecuencias fatales para dicha gestora, ya que no pudo levantar con posterioridad nuevos fondos.

Compras de paquetes minoritarios que precisan liquidez o *private placement*:

Para terminar con la lista de situaciones que pueden dar lugar a una operación de capital privado, es frecuente que accionistas activos quieran diversificar su patrimonio y sacar parte de “los huevos de la misma cesta”, o pasivos, que no estén interesados en continuar en el accionariado de la compañía, recurran al *private equity* para que compre parte o el total de sus paquetes accionariales.

Altamar es una gestora de fondos secundarios de *private equity* dirigida por Claudio Aguirre y José Luis Molina. La compañía ha tenido un desarrollo extraordinario y un gran éxito, gestionando en 2024 unos 20.000 de euros de fondos de capital privado. Una serie de accionistas que invirtieron inicialmente en el proyecto como parte de una ronda inicial de “*friends and family*” ha sido recientemente reemplazada en el accionariado por el fondo Permira, que tiene como uno de sus objetivos clave apoyar expansión internacional de la empresa.



❖ 8. LA CREACIÓN DE VALOR EN EL *PRIVATE EQUITY*

Como introducción a la explicación de cómo genera valor un *private equity*, comenzaré describiendo, con un ejemplo ilustrativo, el caso real de un exitoso plan de creación de valor por parte de un Fondo. Como parte del Comité de Inversiones de Permira, pude participar en la toma de decisiones sobre la compañía Hugo Boss mientras fue compañía del portafolio de dichos fondos y su posterior desinversión en la bolsa de Frankfurt a través de las consecutivas ventas de paquetes de acciones al mercado cotizado a un precio acordado entre dos partes o “*block trades*”.

Permira detectó en 2007 que la compañía alemana Hugo Boss estaba cotizando a un valor que no representaba el valor real de la compañía. Además, Hugo Boss detentaba un paquete de control en la firma de lujo italiana Valentino, lo cual añadía atractivo de cara a la creación de un grupo de dos marcas de lujo con potencial global. En alianza con la familia italiana Marzotto, que tenía un paquete relevante en Hugo Boss, Permira lanzó una Oferta de Adquisición de Acciones para comprar el 100% de la compañía, obteniendo una adhesión del 80%. En el año 2015, Permira completó su proceso de creación de valor y realizó su desinversión del grupo, incluyendo previamente la venta de Valentino al fondo soberano de Qatar.

Permira invirtió en la compañía aproximadamente unos mil millones de euros y consiguió unos 2.300 millones en su desinversión, obteniendo para sus *limited partners* una plusvalía de unos 1.300 millones de euros en el periodo de 8 años.

Los siguientes datos ilustran los principales objetivos logrados por Permira durante su periodo de inversión entre 2007 y 2015:

- El número de empleados creció de 9.123 a 13.764 (crecimiento de un 51%).
- El número de tiendas creció de 287 a 1040 (crecimiento de más de tres veces), además del fuerte crecimiento registrado por el canal digital.
- El EBITDA se incrementó de 272 millones a 594 millones de euros.

Según la página digital de la compañía, a mayo de 2024 la compañía tenía cerca de 19.000 empleados, y fuentes financieras públicas sitúan su Ebitda en 2023 en 752 millones de euros, significativamente por encima de las cifras referidas a la fecha de la desinversión de Permira.

Con este ejemplo he pretendido ilustrar de forma sencilla y clara un ejemplo de creación de valor sostenible a largo plazo realizado por un *private equity*, en una de las operaciones más emblemáticas del sector en la historia del *private equity* europeo.

Como comentábamos anteriormente, el objetivo de las sociedades de *private equity* es la generación holística de valor sostenible a largo plazo en las empresas en las que invierte, de tal forma que, por un lado, sus participes obtengan un incremento de valor de sus participaciones, pero también que además todos los llamados “*stakeholders*”, o grupos de interés de la empresa, se beneficien también de ese proceso de generación de valor.

Por *stakeholders* se entienden todas las partes implicadas en el desarrollo de la propia compañía y que tienen un impacto so-

bre ella. Serían normalmente sus accionistas, directivos, empleados y sus representantes, clientes, proveedores, gobierno y de manera amplia la sociedad en general, en la medida se vea afectada por la actividad de la empresa.

La capacidad de influir sobre las decisiones de la empresa varía mucho en función del modelo de control y gobierno corporativo que establezca el *private equity* a la hora de realizar la inversión. No será igual su manera de influir cuando haya tomado una participación minoritaria, que cuando ostente el control de la compañía. Como hemos comentado anteriormente, el modelo de propiedad del capital privado ha ido evolucionando desde modelos minoritarios, que predominan en mercados más inmaduros y menos desarrollados, a modelos de control accionarial, precisamente por la necesidad de poder influir, incluso decidir, y acelerar los proceso de creación de valor de la empresa en todos sus aspectos, incluyendo los estratégicos, operacionales, financieros y de recursos humanos, particularmente la elección del Consejero Delegado. Estos segundos modelos predominan en los mercados de mayores dimensiones y más avanzados, particularmente en Estados Unidos y Europa occidental.

La estructura de control de la empresa definirá definitivamente la forma de relación del inversor financiero con la empresa y sus directivos. En las operaciones de minoría, normalmente el capital privado tiene una representación minoritaria en el Consejo de Administración y una serie de derechos de veto, tanto en materias del Consejo de Administración como en Junta de Accionistas, donde será necesario su voto favorable para que dichas acciones sean aprobadas.

Típicamente en operaciones minoritarias, a nivel de Consejo, el *private equity* deberá dar su aprobación al presupuesto anual, inversiones superiores a cierto importe, incluyendo posibles ad-

quisiciones de otras empresas, niveles de apalancamiento financiero, cambio de directivos clave, entre otras, y a nivel de Junta de Accionistas, nuevas ampliaciones de capital o modificaciones de los Estatutos Sociales, también entre otras.

En estas operaciones de minoría el conocimiento mutuo entre el inversor y el empresario, y el diseño de un plan de negocio acordado previo a la inversión, se torna clave para el alineamiento entre las partes y el futuro éxito de la operación. El inversor minoritario deberá ser altamente creíble para el empresario, de cara a poder influir de forma activa en las decisiones del emprendedor, además debe ser capaz de hacerlo de forma empática, ya que en este tipo de inversión el control activo lo tiene el propietario mayoritario, o sea, el emprendedor y el *private equity* solo puede actuar de forma pasiva, salvo acuerdo con el mayoritario.

El modelo del *private equity* más avanzado es aquel donde el inversor financiero toma el control accionarial de la empresa y a través del Consejo de Administración, nombrado por la Junta de Accionistas, donde el Fondo tiene la mayoría accionarial, ejecuta un plan de negocio en línea con lo previsto al plan de creación de valor definido durante el *due diligence*. En estos casos la gestión de la empresa es realizada por el equipo gestor nombrado por el *private equity*, que como hemos visto anteriormente puede estar ya dentro de la empresa o venir de fuera.

Las palancas mediante la cuales crea valor el *private equity* son normalmente medidas a través de tres métricas, concretamente el apalancamiento, la expansión del múltiplo de salida respecto al de entrada o arbitraje de múltiplo y el crecimiento de los beneficios o ebitda.

APALANCAMIENTO

Durante las pasadas décadas, el apalancamiento ha sido una palanca fundamental para la creación de valor. Su fundamento es sencillamente el arbitraje de coste entre el coste de la deuda usada para financiar la compra de la empresa y el retorno que requiere el capital invertido en la operación, generalmente con una exigencia superior al 20% de TIR.

Explicemos cómo funciona el efecto apalancamiento en un LBO con un sencillo ejemplo. Asumamos que una empresa tiene una valoración de 100 millones de euros y el *private equity* financia su compra en tres cuartas partes con un préstamo a largo plazo y un cuarto con capital. En un periodo de tipos bajos como en el que hemos vivido recientemente, un préstamo corporativo de estas características podría haber tenido un coste de un 8%. Si el TIR del proyecto es un 16%, el capital se beneficiará de un 16% de retorno por la parte alícuota del 25% que le corresponde, pero además recibirá también la diferencia entre el retorno del proyecto y el coste la deuda, por las tres partes que han sido financiadas por deuda. En conjunto el capital tendrá un retorno superior al 20% por el efecto del apalancamiento, frente a un 8% la deuda.

Es evidente que, en épocas de tipos de interés bajos, el apalancamiento ha representado un vector de creación de valor muy importante, hecho que hoy en día se ha dificultado grandemente debido a los altos tipos de interés que limitan en gran medida el arbitraje de coste entre la deuda y el capital.

Es importante destacar que el apalancamiento es también un factor de riesgo que mal utilizado, puede comprometer la continuidad de la empresa. Una empresa sobre apalancada o con

una estructura de capital inapropiada para la naturaleza de su negocio y capacidad de generación de caja, pondrá en serio riesgo su capacidad para crecer y a la postre su viabilidad. Como es conocido, las empresas no mueren por la cuenta de resultados sino por la carencia de caja. Por tanto, un uso de la deuda de forma adecuada es una gran ventaja para los *private equities*, pero es importante hacerlo de forma bien estudiada en función del proyecto, características de cada empresa y su generación de caja, es en definitiva, un traje a medida.

ARBITRAJE DE MULTIPLO

La segunda palanca de creación de valor de los *private equities* no deja de ser la vieja fórmula de comprar barato y vender caro, es decir ser capaz de comprar una compañía a un múltiplo inferior al que eventualmente es vendida. El incremento de múltiplo puede ocurrir de forma objetiva justificada o simplemente por motivos económicos cíclicos y al contrario también.

De forma objetiva, si una compañía se profesionaliza, crece en su tamaño y diversifica sus productos y mercados, merecerá por ello un mayor múltiplo al ser una compañía de mayor calidad. Importantemente, también el potencial del tamaño de la empresa y la velocidad de crecimiento determina el múltiplo en gran medida, por lo que el múltiplo en este caso está altamente correlacionado con la generación de valor por crecimiento de los beneficios que comentaremos a continuación.

Por el lado cíclico, como todos sabemos en época de recesión las compañías cotizan a menor múltiplo y en épocas de efusión económica los múltiplos crecen. Es decir, que aquellos que sean capaces de comprar en la parte baja del ciclo, tendrán un premio gratuito por la expansión propia de los múltiplos ligada a la naturaleza cíclica de la economía.

Los *private equities* enfocados en el segmento de compañías más pequeñas suelen disfrutar de un arbitraje de múltiplo, en tanto y cuanto sean capaces de hacer crecer estas pequeñas compañías donde invierten y meterlas en el radar de mayores *private equities* o compradores industriales que pueden pagar mayores múltiplos.

No dejaré de mencionar que los *private equities* en épocas donde los múltiplos están disparados, suelen contemplar en sus modelos de valoración un desarbitraje, es decir, vender por debajo del múltiplo de entrada, lo cual es una destrucción de valor como punto de partida, pero este planteamiento es necesario a la hora de calcular los retornos con prudencia.

CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS O EBITDA:

Las herramientas y formas de crear valor a través de la expansión de los beneficios que tiene el *private equity* no son diferentes a las que puede utilizar una corporación o una compañía familiar, pero las compañías de *private equity* tienen en general una gran reputación por como ejecutan y aceleran los planes de desarrollo de sus empresas participadas. El crecimiento de los beneficios de una compañía se puede realizar de las siguientes formas:

Crecimiento de las ventas:

Esta es la forma preferida de los espónsores para hacer crecer los beneficios, ya que es la más sostenible, una vez la empresa ha ido creciendo con su mercado y ganando cuota de mercado. Las métricas fundamentales que suelen ser analizadas por los *private equities* para valorar la capacidad de crecimiento de una compañía son si tiene una posición relevante en ese mercado, buscándose que sea el primer, segundo o tercer jugador por

cuota, el tamaño total del mercado o “*total adressable market*” y el crecimiento de dicho mercado. La empresa ideal es obviamente aquella que en un mercado de gran tamaño y crecimiento tiene una posición de liderazgo basada en ventajas competitivas frente a otros competidores.

Para impulsar las ventas de una empresa, normalmente se estudia la entrada en nuevos mercados geográficos, lanzamiento de nuevos productos, mejora de la fuerza de ventas y entrada en nuevos canales. Es muy importante haber realizado un buen *due diligence* e iniciar desde el momento en que la compra es perfeccionada este tipo de iniciativas, ya que son proyectos que necesitan de mucho tiempo de maduración.

Mejora del margen operativo o margen bruto:

Para incrementar los márgenes operativos de una empresa de forma ofensiva se debe trabajar sobre la composición de las ventas o “*sales mix*”, potenciando la venta de aquellos productos con más margen e incrementando los precios, en la medida que la competencia lo permita, o logrando diferenciar nuestros productos para obtener un premio frente a otros similares. Por el lado de la retaguardia, la mejora de los precios de compra, la optimización de los procesos de producción y las mejoras en la eficiencia de la logística global de la empresa son las palancas habitualmente utilizadas.

Reducción de gastos generales:

Es muy habitual que los *private equities* aligeren los costes generales de la compañía, generalmente lo hacen nada más tomar el control de la empresa, ya que esta es una de las medidas más fáciles de analizar durante el proceso de *due diligence* y tiene

un *pay back* rápido. En procesos de consolidación o *build up*, donde la creación de valor se realiza a través de compras de otras empresas, este tipo de sinergia es muy relevante, dada la redundancia y duplicidad de costes. Sin embargo, el área donde normalmente los *private equities* incrementan el coste es la de control y finanzas, dada que las estructuras apalancadas requieren de un férreo seguimiento de la caja, además de necesitar tener una información financiera permanentemente actualizada.

Eficiencia del capital:

Los *private equities* analizan de forma exhaustiva los balances de las compañías para detectar bolsas de activos circulante que puedan ser liberados para generar caja. Frecuentemente dichas oportunidades se encuentran en la optimización de los niveles de stocks, mejorando la ratio de rotación de las mercancías y acortando cobros de clientes y extendiendo pagos a proveedores, dentro de los periodos que permita la ley.

La optimización de la eficiencia de las inversiones o capex es la otra palanca para mejorar la eficiencia de capital. Para entender la rentabilidad de una inversión, el *private equity* calcula sus *paybacks* y retornos, tratando de eliminar todo aquello que sea superfluo y no dé un retorno por encima de un cierto nivel.

En todo caso, todas las medidas enumeradas anteriormente, se llevan a cabo con un objetivo de crecimiento a largo plazo y siempre con la responsabilidad de salvaguardar los intereses de los diversos *stakeholders* de la empresa. Cada vez más las empresas de *private equity* son valoradas, no tan solo por sus retornos, sino también por la forma y la justicia con que los obtienen.

La creación de valor operacional es verdaderamente la más sostenible a largo plazo y a día de hoy la fundamental para poder

crear valor en un entorno inflacionario de los precios de las empresas y altos tipos de interés.

De cara a lograr todas estas mejoras operativas, los *private equities* han desarrollado grupos sectoriales internos y una base de contactos de expertos sectoriales externos, normalmente antiguos consejeros delegados de empresas, que en la última etapa de su carrera quieren desarrollar un valioso trabajo en segunda línea, sobre la base de su experiencia, pero no quieren llevar el peso del liderazgo de la empresa.



❖ 9. NUEVAS TENDENCIAS ACTUALES

El potencial del mercado secundario.

Los fondos de capital privado dedicados al mercado de secundarios tienen por objeto comprar participaciones de fondos de otros inversores que entraron en el momento inicial o primario del fondo. Podemos dividir las operaciones secundarias en dos grandes grupos, dependiendo de quien origine la transacción.

Transacción iniciada por el inversor o LP led transaction: son transacciones iniciadas por el inversor o limited partner, que no participa en la gestión de fondo, que vende sus participaciones en el fondo a otro inversor.

Transacción iniciada por el gestor del fondo o GP led transaction: son transacciones iniciadas por los gestores del fondo, donde se da la oportunidad a los inversores o LPs de dicho fondo de vender sus participaciones a otros LPs, para que puedan conseguir liquidez.

El potencial del mercado de secundarios se basa en que el valor del capital gestionado por las gestoras de *private equity* ha crecido de forma espectacular durante la última década, como consecuencia de un fuerte proceso de captación de fondos y su posterior inversión en compañías que hoy forman parte del portafolio de dichas gestoras. En el año 2008, el valor del portafolio global gestionado por el *private equity* era aproximadamente de 1.1 billón de dólares, frente a los aproximadamente 9.7 billones de dólares de valor a final del año 2023. Como

podemos observar, el valor gestionado se ha multiplicado por prácticamente 9 veces en 15 años.

A raíz de la fuerte subida de los tipos de interés realizada por los bancos centrales americano y europeo (la FED y el BCE respectivamente), las condiciones de tipos bajos que permitían financiaciones extremadamente baratas y en buenas condiciones para las gestoras, se han encarecido bruscamente, colapsando el mercado de M&A durante los últimos dos años.

La consecuencia de una financiación bancaria o institucional más cara debido a unos tipos de interés más altos, produce un impacto negativo directo sobre los precios que pueden pagar los *private equities* a la hora de comprar una empresa. Es decir, deben pagar multiplicadores inferiores para conseguir las mismas rentabilidades que antes, a mismas condiciones de la empresa que fuera a ser comprada.

Los tipos de interés altos también tienen un impacto sobre el valor de las carteras de *private equity*, teóricamente los tipos de interés alto reducen los multiplicadores a los cotizan las compañías en bolsa, ya que una buena parte de la liquidez de mercado se destina a comprar activos de bajo riesgo (renta fija/deuda) y por tanto hay menos liquidez destinada al mundo de los *equities*, tanto cotizados como privados.

La realidad es que el ajuste de los precios de los vendedores de sus empresas (sean corporaciones o *private equities*) ocurre de forma muy lenta y en estos momentos no han ajustado todavía el precio de sus expectativas de forma acorde al incremento de los tipos de interés.

Fijándonos específicamente en los distintos segmentos del capital privado, los ajustes de las valoraciones en *venture* y

growth capital, particularmente en compañías sin beneficios y con generación de caja negativa, ha sido particularmente acusada y fuerte, forzada en muchos casos en la necesidad de dichas compañías de levantar nuevas rondas de capital para sobrevivir.

Sin embargo, en las compañías participadas por *private equity* en estadios de desarrollo más avanzado, dichos ajustes de valoración han sido mucho más moderados por varias razones. En primer lugar, dichas compañías tienen una dimensión muy superior y normalmente generación de caja positiva, a pesar de que sus balances puedan estar apalancados. No necesitan levantar nuevas rondas financiación para sobrevivir o crecer, como si necesitan las compañías de *venture capital* o *growth* como hemos mencionado anteriormente.

Por otro lado, las valoraciones en bolsa no han caído tampoco en línea de lo que hubiera sido esperado con una subida de tipos tan acusada, debido al razonable entorno económico (particularmente en Estados Unidos) y resultados de dichas compañías. Las valoraciones del portafolio de los *private equities* reportadas a sus inversores se basan en múltiplos de compañías comparables, tanto privadas como cotizadas. Sin duda que las compañías cotizadas se hayan mantenido altas de cotización y la ausencia de un M&A significativo que ponga en evidencia la caída de valor de dichas empresas, ha contribuido a que las carteras de PE hayan mantenido mucho mejor su valor.

Pero el que las valoraciones no se hayan ajustado lo suficiente tiene como consecuencia un resultado muy negativo: aunque los *limited partners* reciben capital *calls*/llamadas de su capital pendiente de desembolsar a un ritmo inferior, las distribuciones tienen aún un ritmo más bajo. El resultado final es que

desde 2023 los *cash flows* de los inversores son constantemente negativos, creando importantes tensiones, tanto de liquidez como de asignación de activos en sus balances, hecho que no ocurría desde el periodo de 2008 a 2012, periodo de la gran crisis financiera.

En la actualidad, se estima que la ratio entre distribuciones y llamadas de capital es de 0.7, es decir, los inversores solo reciben de los *private equities* en distribuciones 0.7 euros por cada euro que tienen que invertir. Esto está muy lejos de la ratio de 1.5 del periodo 2013-2019, donde por cada euro que debían invertir recibían 1.5 euros.

Todos estos factores que hemos descrito nos llevan a pensar que estamos en la época dorada de los secundarios.

Jeremy Coller, fundador de Coller Capital, una de las pioneras y mayores gestoras del secundario de *private equity*, afirmó en su convención de inversores celebrada en Londres en abril de 2024:

“Es el mejor momento para el mercado secundario que he visto en muchos años”.

El informe sobre *private equity* edición de 2024 de la consultora americana Bain afirma:

“El private equity necesita liquidez. La expansión del mercado de secundarios puede ser la solución”.

A modo de resumen, podemos indicar los cuatro factores que hemos ido mencionando que con toda probabilidad impulsarán un fuerte crecimiento al mercado de secundarios:

1. Las distribuciones de los PE son muy inferiores a las llamadas de capital, creando presión en los *cash flows* de los *limited partners*.
2. Las salidas tradicionales de los *private equities* están restringidas en estos momentos por un mercado de M&A poco activo y escasas posibilidades de salir a bolsa
3. El precio de cotización de los secundarios esta a los niveles más bajos que ha estado en 10 años.
4. La cantidad de dinero disponible para el mercado de secundarios es muy pequeña comparada con la oportunidad potencial, El volumen invertido en secundarios en 2023 fue 112 mil millones de dólares, valor representa aproximadamente el 1% de los activos totales bajo gestión por el private equity (incluyendo private debt).

Todo ello me lleva a concluir que estamos en un interesantísimo momento para invertir en este tipo de fondo.

Nuevas tendencias - La deuda privada

La deuda privada o *private debt*, compuesta por préstamos, bonos y otros instrumentos de crédito emitidos por entidades no gubernamentales, ha experimentado una evolución significativa desde sus orígenes, especialmente tras la crisis financiera de 2008. Este tipo de deuda ha pasado de estar dominada por los bancos a ser gestionada por fondos de deuda privada, un cambio impulsado por factores regulatorios y económicos.

La deuda privada tiene sus raíces en las primeras formas de crédito en civilizaciones antiguas, pero empezó a tomar su forma

moderna durante la Revolución Industrial. El crecimiento económico y la necesidad de capital durante este periodo catalizaron el desarrollo de sistemas bancarios sofisticados. En el siglo XX, especialmente después de la Segunda Guerra Mundial, la expansión del crédito y la innovación financiera llevaron a una proliferación de productos de deuda privada. Desde entonces, ha evolucionado para incluir no solo préstamos bancarios tradicionales y bonos corporativos, sino también instrumentos de deuda estructurada. La globalización y la liberalización de los mercados financieros en las últimas décadas del siglo XX facilitaron el crecimiento exponencial de la deuda privada. Este crecimiento permitió a las empresas acceder a capital en un mercado global, aumentando así su capacidad de inversión y expansión.

La crisis financiera de 2008 fue un punto de inflexión para esta clase de inversión alternativa. La burbuja inmobiliaria y la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos desencadenaron una crisis de confianza en los mercados financieros. Las instituciones financieras sufrieron pérdidas significativas debido a su exposición a productos de deuda estructurada mal evaluados. Como consecuencia, se endurecieron las condiciones de crédito y disminuyó la disponibilidad de financiación privada. Las regulaciones post-crisis, como Basel III, impusieron mayores restricciones y requisitos de capital a los bancos, limitando su capacidad y disposición para otorgar préstamos. Este vacío fue rápidamente llenado por fondos de deuda privada, que no estaban sujetos a las mismas regulaciones estrictas que los bancos y podían ofrecer financiamiento más flexible y atractivo. Así, estos fondos comenzaron a desempeñar un papel cada vez más importante en el suministro de capital, financiados por inversores institucionales como fondos de pensiones, aseguradoras y fondos soberanos.

En la actualidad, la deuda privada es un componente vital del financiamiento empresarial. Los activos bajo gestión han aumentado de 189 mil millones de dólares en 2007 a 1.680 billones de dólares en 2023 (Fuente: Prequin), lo que subraya su creciente relevancia en el panorama financiero global. Su futuro, estará influenciado por varios factores, incluyendo las políticas monetarias, la evolución de la regulación financiera y las condiciones económicas globales. Se espera que los mercados emergentes desempeñen un papel cada vez más importante en su crecimiento a medida que sus economías se desarrollan e integran más en el sistema financiero global.

El *private debt* se puede clasificar en varias categorías, cada una con características y estrategias específicas que se adaptan a diferentes necesidades de financiamiento y perfiles de riesgo.

El *direct lending*, que implica préstamos directos a empresas por prestamistas no bancarios, es la estrategia con mayor peso en el mercado de deuda privada. Este enfoque ofrece rapidez y flexibilidad con términos personalizados, permitiendo a las empresas obtener capital de manera ágil.

La deuda mezzanine combina elementos de deuda y capital, comúnmente utilizada en adquisiciones apalancadas y financiamiento de crecimiento. Ofrece altos rendimientos debido a su mayor riesgo y posición subordinada, e incluye opciones de conversión a capital si el prestatario incumple.

La deuda *distressed* se centra en comprar deuda de empresas en quiebra o en riesgo a precios descontados, con el objetivo de reestructurar y mejorar la situación financiera para obtener beneficios. Esta estrategia requiere experiencia para gestionar y mitigar los riesgos.

La *venture debt* está dirigida a empresas respaldadas por capital de riesgo, extendiendo su pista de capital sin diluir más el capital existente. Incluye *warrants* o derechos sobre acciones, permitiendo a los prestamistas participar en el éxito de la empresa.

Las obligaciones de préstamos garantizados (CLOs) agrupan múltiples préstamos en un solo vehículo, vendido a inversores que reciben pagos programados, asumiendo el riesgo de incumplimiento. Son utilizados para préstamos corporativos. Finalmente, los mercados secundarios de deuda privada permiten comprar participaciones en fondos de deuda privada existentes, proporcionando liquidez y diversificación, similar a los secundarios en *private equity*.

La deuda privada ha recorrido un largo camino desde sus orígenes, evolucionando en respuesta a las dinámicas económicas y financieras globales. La crisis financiera de 2008 fue un catalizador que remodeló el panorama de la deuda privada, llevándola a adaptarse y evolucionar. En la actualidad, sigue siendo una herramienta esencial para el financiamiento empresarial. La diversidad de tipos de deuda y el surgimiento de mercados secundarios subrayan la sofisticación y complejidad del sistema financiero moderno. La deuda privada resulta atractiva tanto para los prestatarios, que valoran las soluciones a medida, las estructuras personalizadas, los plazos más largos, la mayor flexibilidad y la facilidad para hacer negocios, como para los inversores, que encuentran en ella rendimientos ajustados al riesgo muy atractivos. La evolución futura de este instrumento financiero estará determinada por una combinación de factores regulatorios, económicos y de mercado, pero sin duda en estos momentos de altos tipos de interés goza de una excelente salud.



❖ 10. DESAFÍOS DE LAS GESTORAS EN EL ENTORNO ACTUAL

El *private equity* ha sido un pilar fundamental en el panorama financiero global, impulsando retornos significativos para los inversores y facilitando un desarrollo económico sustancial. Sin embargo, el entorno actual presenta una serie de desafíos que ponen a prueba la resiliencia y la capacidad de adaptación de las gestoras para mantener los altos e históricos retornos observados en los últimos años. Factores como la inestabilidad geopolítica, el aumento de las tasas de interés y una desaceleración en el ritmo de inversión y distribuciones están influyendo en el panorama del capital privado. Esta sección profundiza en estos desafíos y como las gestoras pueden responder ante ellos.

Inestabilidad geopolítica:

La inestabilidad geopolítica se ha convertido en una preocupación importante en el entorno del capital privado. Las tensiones comerciales, los cambios políticos, las modificaciones regulatorias y los conflictos regionales han creado un clima de inversión impredecible y a menudo hostil. Esta inestabilidad afecta a la confianza del mercado, provocando una mayor volatilidad y riesgo.

Como ejemplo, la guerra comercial entre USA y China ha generado incertidumbres en las cadenas de suministro, impactando las valoraciones de las empresas que dependen en gran medida del comercio internacional. El conflicto entre Rusia y Ucrania también ha interrumpido las cadenas de suministro globales y ha incrementado los costes de energía, creando incertidumbres adi-

cionales y presiones financieras sobre las participadas. Además, los cambios políticos en economías importantes, como el Brexit, han alterado las rutas de inversión tradicionales y creado nuevos marcos regulatorios que las gestoras deben navegar. Estas condiciones requieren que las gestoras adopten estrategias de gestión de riesgos más sofisticadas y sean ágiles en la toma de decisiones.

Aumento de los tipos de interés:

La subida de los tipos de interés tanto en Europa como en USA plantea un desafío significativo para las inversiones de capital riesgo. Históricamente, los bajos tipos de interés han alimentado el auge del PE al proporcionar deuda barata, que las gestoras han utilizado para apalancar adquisiciones y mejorar los retornos. Sin embargo, a medida que los bancos centrales endurecen la política monetaria para combatir la inflación, el coste de los préstamos ha aumentado. Este cambio tiene un impacto directo en la estructura de capital de las adquisiciones apalancadas (LBOs), reduciendo el atractivo de los acuerdos financiados con deuda.

Los altos tipos de interés también conducen a un aumento en los costes de capital, lo que puede erosionar los márgenes de las empresas de la cartera. Las gestoras ahora deben centrarse en mejorar la eficiencia operativa y generar crecimiento orgánico dentro de sus empresas de cartera en lugar de depender de la ingeniería financiera. Este cambio requiere una participación más profunda en la gestión y dirección estratégica de estas empresas, añadiendo complejidad al papel de las gestoras.

Desaceleración en el ritmo de inversión y distribuciones:

El ritmo de las inversiones de capital riesgo se ha desacelerado. La creciente incertidumbre y el mayor coste de capital han hecho que las gestoras sean más cautelosas. Esta desaceleración

también está influenciada por un mercado saturado, donde las altas valoraciones y la intensa competencia por activos de calidad dificultan encontrar oportunidades atractivas.

Además, la desaceleración en las inversiones se traduce en un ritmo más lento de distribuciones a los inversores (LPs). Históricamente, los fondos de capital privado han atraído a los LPs prometiendo retornos sustanciales. Sin embargo, el entorno actual ha extendido los períodos de tenencia de las empresas de la cartera, retrasando las salidas y distribuciones. Este retraso puede tensar las relaciones con los LPs, quienes pueden volverse impacientes y buscar alternativas en otro tipo de activos.

Respuestas estratégicas de los GPs:

Para navegar estos desafíos, las gestoras están adoptando varias respuestas estratégicas:

1. Diversificación.
2. Mejoras operativas.
3. Estructuras de capital flexibles.
4. Énfasis en ESG.
5. Mejora de comunicación con LPs.
6. Ventas en el mercado secundario.

1. Diversificación

La diversificación implica distribuir las inversiones en una gama de sectores, geografías y clases de activos. Este enfoque ayuda a mitigar los riesgos asociados con cualquier mercado o industria en particular. Al diversificar, las gestoras pueden equilibrar el bajo rendimiento en un área con ganancias en otra, estabilizando así los retornos.

- **Diversificación sectorial:** Las gestoras están ampliando su enfoque para incluir industrias con menor exposición al ciclo como la tecnología y la salud. Buscan sectores con alto potencial de crecimiento que pueden compensar las caídas en industrias más tradicionales como el sector industrial y el comercio minorista.
- **Diversificación geográfica:** Invertir en diferentes regiones ayuda a reducir el riesgo asociado a las recesiones económicas locales o los problemas geopolíticos.
- **Diversificación de clases de activos:** Más allá de las adquisiciones tradicionales, las gestoras están explorando otras clases de activos que permitan tener exposición a diferentes perfiles de riesgo-retorno y ciclos económicos.

2. Mejoras operativas

Crear valor a través de mejoras operativas dentro de las empresas de la cartera se ha convertido en un enfoque clave para las gestoras. Esto implica mejorar la eficiencia y efectividad de las operaciones comerciales para impulsar el crecimiento y la rentabilidad.

- **Transformación digital:** Implementar tecnologías avanzadas como la inteligencia artificial, el aprendizaje automático y la analítica de datos para optimizar las operaciones, mejorar la experiencia del cliente y fomentar la innovación.
- **Optimización de costes:** Identificar y eliminar ineficiencias para reducir los costes operativos. Esto puede incluir la re-negociación de contratos con proveedores, la optimización de las cadenas de suministro y la mejora de la gestión de inventarios.

- **Reposicionamiento estratégico:** Realignar la estrategia empresarial para centrarse en las fortalezas fundamentales y áreas de alto crecimiento. Esto puede implicar la desinversión de activos no esenciales, la entrada en nuevos mercados o el desarrollo de nuevas líneas de productos.

3. Estructuras de capital flexibles

Dado el aumento de las tasas de interés, las gestoras están explorando estructuras de capital más flexibles para financiar sus inversiones. Esto incluye una combinación de capital y formas menos tradicionales de deuda para reducir la dependencia de adquisiciones altamente apalancadas.

- **Financiación Mezzanine:** Un híbrido de deuda y capital que otorga al prestamista el derecho a convertir su participación en una participación accionaria en caso de incumplimiento. Esta forma de financiación puede proporcionar el capital necesario sin los altos riesgos asociados con la deuda tradicional.
- **Fondos de deuda privada:** Recaudar capital de fondos de deuda privada que ofrecen términos más flexibles en comparación con los préstamos bancarios tradicionales. Estos fondos pueden proporcionar soluciones de financiación adaptadas a las necesidades específicas de la inversión.
- **Co-inversión:** Asociarse con otras firmas de capital privado o inversores institucionales para compartir el riesgo de capital. Esto puede reducir la cantidad de deuda necesaria y distribuir el riesgo de inversión.
- **Cobertura de divisa y tipos de interés:** La cobertura de divisas, mediante contratos a plazo y opciones, protege con-

tra las fluctuaciones en los tipos de cambio, relevante para carteras diversificadas internacionalmente. La cobertura de tipos de interés, usando swaps y futuros, estabiliza los costes del capital apalancado ante variaciones en las tasas de interés. Estas estrategias aseguran flujos de efectivo más predecibles y permiten a las gestoras enfocarse en el crecimiento operativo, reduciendo significativamente los riesgos financieros y mejorando la estabilidad de los retornos en un entorno económico incierto.

4. Énfasis en ESG

Los factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ESG) son cada vez más centrales en las decisiones de inversión. Integrar los criterios ESG ayuda a las gestoras a identificar inversiones sostenibles que puedan ofrecer valor a largo plazo y satisfacer la creciente demanda de los inversores por prácticas de inversión responsable.

- **Impacto ambiental:** Evaluar el impacto ambiental de las inversiones potenciales, incluyendo la huella de carbono, el uso de recursos y la gestión de residuos.
- **Responsabilidad social:** Evaluar el impacto social de las inversiones, incluyendo las prácticas laborales, el compromiso con la comunidad y los derechos humanos.
- **Estándares de gobernanza:** Garantizar prácticas de gobernanza sólidas dentro de las empresas de la cartera, como la presentación de informes transparentes, la conducta empresarial ética y la supervisión robusta.

5. Mejora de comunicación con LPs

Mantener una comunicación transparente y proactiva con los LPs es crucial en el entorno actual. Las gestoras están proporcionando actualizaciones regulares sobre el desempeño de la cartera, las condiciones del mercado y los ajustes estratégicos para gestionar las expectativas de los LPs y conservar su confianza.

- **Informes regulares:** Ofrecer informes detallados y frecuentes sobre el rendimiento de las inversiones, incluyendo métricas financieras, desarrollos operativos e iniciativas estratégicas.
- **Perspectivas del mercado:** Compartir perspectivas y análisis sobre las tendencias del mercado, las condiciones económicas y los desarrollos geopolíticos que pueden impactar la cartera.
- **Ajustes estratégicos:** Comunicar cualquier cambio en la estrategia de inversión o en la composición de la cartera en respuesta a las condiciones del mercado. Esto ayuda a los LPs a entender el razonamiento detrás de las decisiones y mantenerse informados sobre la dirección del fondo.

6. Ventas en el mercado secundario.

La venta de empresas de la cartera en el mercado secundario se está convirtiendo en una estrategia esencial para que las gestoras aumenten el ritmo de distribución y los ratios de Distribución de Capital Pagado (DPI). Este enfoque implica desinvertir inversiones a través de transacciones secundarias en lugar de esperar rutas de salida tradicionales como ofertas públicas iniciales (IPOs) o ventas estratégicas.

- **Gestión de liquidez:** Las ventas en el mercado secundario proporcionan liquidez inmediata, permitiendo a las gestoras devolver capital a los LPs más rápidamente. Esto puede ser particularmente beneficioso en un entorno de salidas lentas donde las oportunidades de salida tradicionales son limitadas.
- **Demanda del mercado:** Existe una creciente demanda en el mercado secundario por parte de otras firmas de capital riesgo, inversores institucionales y fondos secundarios que buscan adquirir activos maduros con historiales comprobados.
- **Rebalanceo de la cartera:** Al vender empresas de la cartera en el mercado secundario, las gestoras pueden rebalancear sus carteras y reasignar capital a nuevas oportunidades. Este rebalanceo estratégico ayuda a mantener una cartera de inversión dinámica y de alto rendimiento.
- **Mitigación de riesgos:** Las ventas secundarias también pueden servir como una herramienta de gestión de riesgos, permitiendo a las gestoras reducir la exposición a ciertas inversiones o sectores que puedan estar bajo rendimiento o enfrentando una mayor incertidumbre.



❧ 11. CONCLUSION

Como hemos comentado ampliamente, el mercado de capital y deuda privado ha tenido un extraordinario desarrollo durante estas últimas décadas y se ha convertido en una piedra angular de las economías mas desarrolladas. Con independencia del relevante impacto que ha tenido la fuerte subida de tipos interés por parte de los Bancos Centrales en la actividad del sector en los últimos tres años, con el objetivo de contrarrestar la inflación generada por las políticas monetarias post covid, estoy convencido de que este mercado de inversión ha llegado para quedarse en el largo plazo, con independencia de los vaivenes y factores coyunturales.

Me baso en lo que considero las cuatro piedras angulares que son fundamentales para el éxito de esta actividad y que expongo a continuación.

Primero.

El capital privado ha conseguido una fórmula de alineamiento de objetivos entre inversores, gestores de capital y equipos directivos o management que funciona la mayoría de las veces. Es un factor de motivación crítico, que hace concurrir los intereses de estos tres stakeholders claves, que gestionan el capital invertido, de forma muy efectiva.

Segundo.

La capacidad de adaptarse a las circunstancias de una operación dada y hacer un traje a medida para que esta suceda, es amplísima, como hemos visto a lo largo del discurso. Hay múltiples

fondos de diversos perfiles que podrán dar solución a una situación específica.

Tercero.

Las herramientas y conocimientos que han ido desarrollando las gestoras de capital privado para la creación de valor han evolucionado muchísimo. Desde los asesores sectoriales y grupos internos de las gestoras especializados de gestión del portfolio, a la especialización sectorial de los ejecutivos de inversión, hasta la sofisticación máxima a través de la contratación de científicos y matemáticos, que permiten analizar los datos de una profunda manera que facilita grandemente la toma de decisiones de los equipos directivos.

Cuarto.

Sin duda, uno de los principales activos que tiene el sector es el extraordinario talento que hay en sus filas y su capacidad de continuar atrayéndolo, lo cual le permitirá ir adaptándose a las circunstancias y superar los retos que también tiene, como hemos comentado en una parte del discurso.

Desde mi punto de vista, las dos áreas mas vibrantes del sector en este momento son el mercado de secundarios y la deuda privada, que por las razones anteriormente expuestas crecerán con fuerza en los próximos años.

En lo que a mi respecta, espero que haya sabido transmitir la importancia que ha tenido para mi este sector y la pasión con lo que lo he vivido. Sin duda, las oportunidades que generosamente me han sido ofrecidas, me han permitido desarrollarme ampliamente tanto como persona como en amplias áreas de conocimiento. Permítanme expresarles humildemente en ese sentido mi satisfacción personal por la carrera que he desarrollado.

Finalmente, mis últimas palabras son para las personas jóvenes, que son nuestro futuro. En unos momentos donde se reducen, desde mi punto de vista, las exigencias académicas en muchas de las instituciones educativas y hay múltiples cantos de sirena que no invitan al esfuerzo, los animo a hacer todo lo contrario.

Sin infravalorar en absoluto todas las enormes dificultades actuales que tienen los jóvenes, entre ellas el acceso a la vivienda y a oportunidades de trabajo con salarios justos, si quiero transmitirles mi convicción de que la fórmula aprendizaje, conocimiento y trabajo siempre ha dado resultados positivos y creo no hay una alternativa mejor. Con vuestro esfuerzo e ilusión conseguiréis con seguridad llegar en libertad a donde os propongáis.

Muchas gracias por la atención prestada.



❧ 12. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ALSINA, ALBERT (2020): Value creation in private equity. Beta Editorial SAU, Barcelona.
- BAIN AND COMPANY (2024), Global Private equity report 2024, Boston
- BURMESTER, DANIEL (2012): Private Equity. How the business of private equity funds Works. Amazon Italia, Turin.
- DEMARIA, CYRIL, TARRADELLAS, EDUARD (2016). Private Equity, Introducción a la financiación privada de las empresas. Profit Editorial, Barcelona.
- FRASER-SAMPSON, GUY (2010): Private equity as an asset class. John Wiley & Sons, Ltd. Chichester, RU.
- HANDS, GUY (2021): The dealmaker - Lessons from a life in private equity. Penguin Books, Londres
- MARTI PELLON, JOSE (2001): El capital inversión en España, 2000. Civitas Ediciones, Madrid
- MCKINSEY AND COMPANY (2024), Global private equity markets review 2024, Nueva York
- MORGAN HOUSEL (2020), The psychology of money, Harriman House, Petersfield, RU
- ZEISBERGER, CLAUDIA; PRAHL, MICHAEL; WHITE, BOWEN (2017). Mastering Private Equity. Transformation via venture capital, minority investments & Buy outs. Wiley, New Jersey, EEUU.



1. Captación de fondos de capital privado por regiones



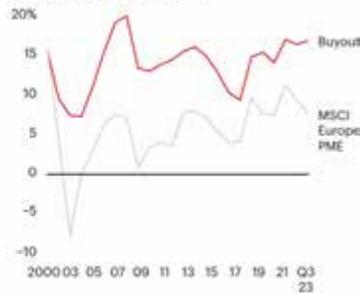
2. Comparación de retornos del mercado de capitales privado y bursátil

10-year horizon IRR vs. public markets

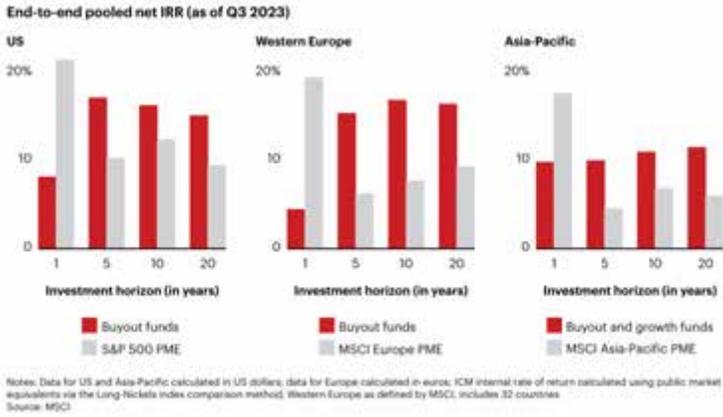
US buyout funds



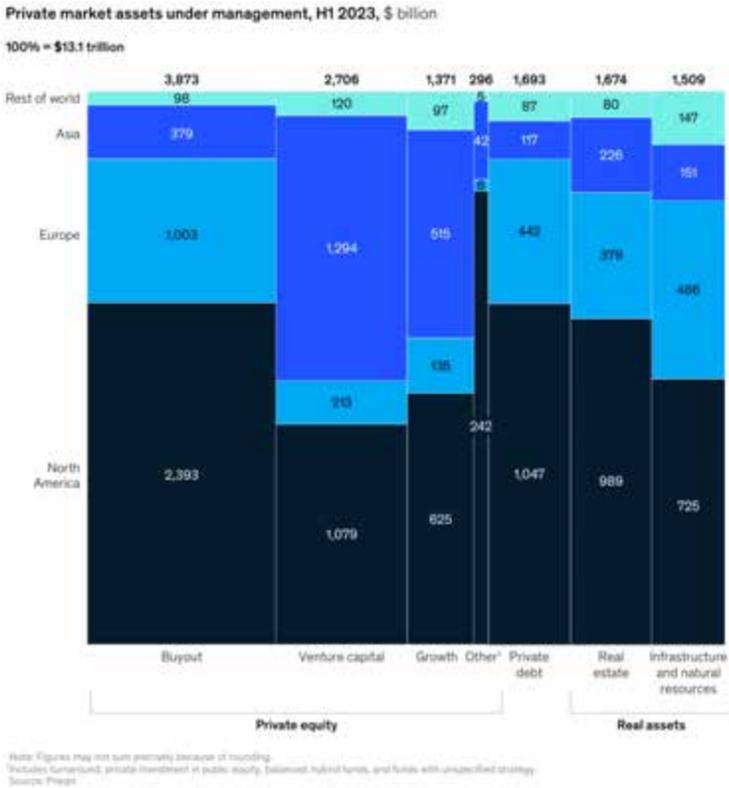
Western European buyout funds



Notes: ICM internal rate of return calculated using public market equivalents via the Long Nickels index comparison method, an IRR-based methodology that makes meaningful comparisons between private capital investments and indexes; requires buying and selling the index according to the timing and size of the cash flows between the investor and the private investment. Western Europe as defined by MSCI, includes 32 countries
Source: MSCI



3. Evolución de los activos bajo gestión del capital privado



4. MBO de LMI en Manchester

£2.5m buyout boosts LMI

By Neil Hodgson

A HI-TECH Winsford company has changed hands in a £2.5m management buyout backed by Manchester venture capitalist 3i and accountants Grant Thornton.

Liquid Metering Instruments, and LMI Automation, will now trade as Liquid Metering Instruments following the deal which was led by managing director Stuart Kelly and David Whitney.

Mr Kelly headed the company for the previous two years after joining in 1988. Sales and marketing director Mr Whitney and incoming chairman Mike Hogan joined the bid to buy the 15-year-old firm from the founders who plan to retire.

LMI distributes and installs water treatment equipment and chemical dosing systems aimed at industrial manufacturing plants. It employs 17 staff and has a turnover of £3m.

The firm is also sole UK distributor for a similar range of American equipment, marketed by Liquid Metronic in France.

Grant Thornton originated the deal.



■ Carlos Mallo (3i), David Whitney, Frank Herlihy (Grant Thornton) and Stuart Kelly and 3i provided £850,000 capital for a 35 per cent equity stake.

Mr Kelly says: "LMI has a strong position in the market, with the reputation for supplying quality products. The buyout gives us the flexibility to exploit new opportunities."

Carlos Mallo, of 3i Manchester, adds: "LMI is a well established and profitable business which has performed strongly in recent years. This, together with an ambitious management team, provides a sound base for LMI's future growth and development."

The management team was advised by solicitors Davies Wallis Foyester, and senior debt facilities were provided by Lloyds Bank in Manchester.

5. Fichaje de Permira

Carlos Mallo deja 3i y ficha por Permira

LALO AGUSTINA

BARCELONA. - Carlos Mallo, hasta hace poco director de la oficina de 3i en Barcelona, se ha incorporado a Permira, una compañía de capital riesgo con sede en el Reino Unido que quiere suerte en España. Agent Pta, anterior socio de Mallo en Barcelona y actual director de operaciones de 3i en la sucursal de Madrid, vuelve a estar al frente del despacho de la capital riesgo. La salida de Mallo se explica por el interés de Permira en ampliar su radio de acción y crear una estructura en nuestro país que le posibilite detectar oportunidades atractivas en las que invertir. En este sentido, la experiencia de Mallo, uno de los pioneros del capital riesgo en España, puede serle de mucha utilidad.

La sociedad británica gestiona 17 fondos por un total de casi 6.000 millones de euros, fue creada en 1985 y desde entonces ha invertido en unas 250 compañías de 15 países. A sus oficinas centrales en Inglaterra se han añadido, en los últimos años, las de Alemania, Italia, Francia, Suecia y EE.UU.

Pero las dificultades no aparecen tanto a la hora de captar fondos como en el momento de cerrar operaciones. El crecimiento bursátil de finales de los 90 dispuso las valoraciones de las empresas y produjo fuertes desajustes entre los precios solicitados por los vendedores y los ofertados por los posibles socios de las empresas. Permira cree que España tiene un gran potencial para el capital riesgo. ■



Carlos Mallo

6. El comienzo de Permira en España



Gianluca Andena, Carlos Mallo, Francesco de Mojana, José Múgica

7. OPA de Cortefiel



8. Comité de Inversiones Fondo Permira V

Deal selection and execution

Investment Committee

There is a single Investment Committee which considers all acquisitions, progress on business transformation during ownership and exits. The focus is on testing the quality of the opportunity; assessing the value creation thesis, business plan and market position; and rigorous analysis of risk including the resilience of capital structures and overall fund exposure. The Investment Committee makes recommendations to the general partner of the respective fund.

The Investment Committee comprises seven Partners:



Joined: 1996

Kurt Björklund

Kurt became Co-Managing Partner of Permira in 2008, having joined the London office in 1996. Kurt became a Partner in 2001 and between 2003 and 2008 he was responsible for the Nordic office



Joined: 2005

Tom Lister

Tom became Co-Managing Partner of Permira in 2008, having joined as a Partner in 2005 to build the North American business. Tom Lister is the Fund Minder for the Permira funds



Joined: 1988

Damon Buffini

Damon became a Partner in 1992, Managing Partner of the UK in 1999 and was Managing Partner of Permira from 2000 until 2007. He now focuses on portfolio and origination responsibilities



Joined: 1985

Veronica Eng

Veronica joined Permira as a Partner in 1985. She chairs the Investment Committee for each Permira fund and currently has oversight for Asia. She was until June 2011 the Fund Minder for the Permira funds



Joined: 2003

Carlos Mallo

Carlos became a Partner in 2005 and is Head of the Madrid office. He is also the Head of the People Group



Joined: 2001

Jörg Rockenhäuser

Jörg joined Permira in 2001 and became a Partner in 2006. He is Head of Permira's Frankfurt office



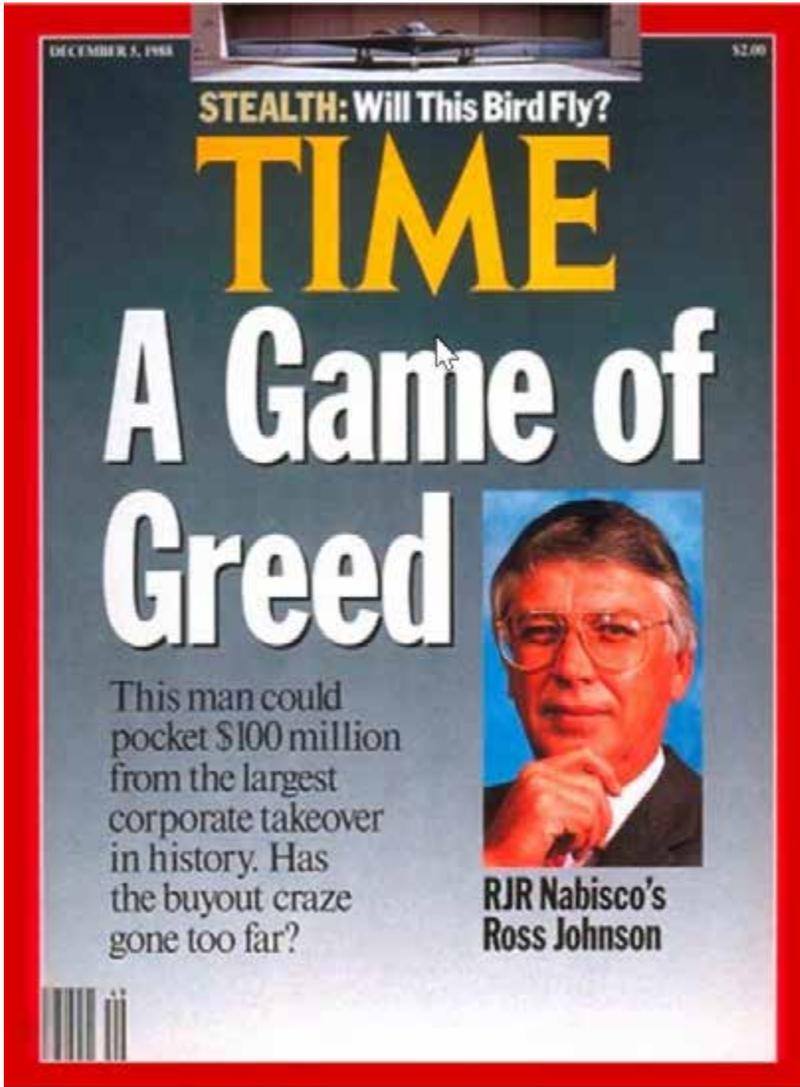
Joined: 1985

Charles Sherwood

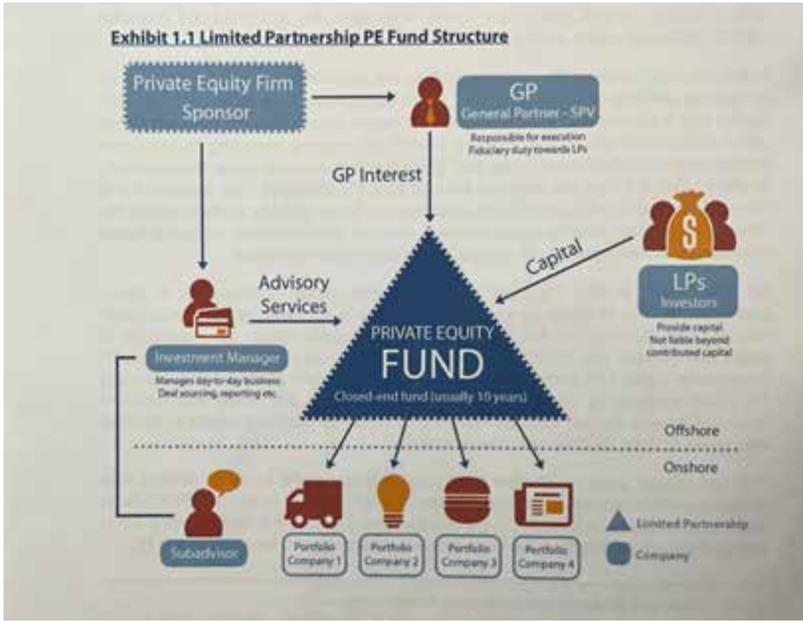
Charles joined Permira in 1985 as a Partner. He previously led Permira's consumer sector and now focuses on financial services

The Fund Minder is responsible for risk management focused on the funds' assets, including cash management, hedging, currency and potential conflicts of interest on behalf of the fund.

9. Portada Semanario Time LBO RJR Nabisco

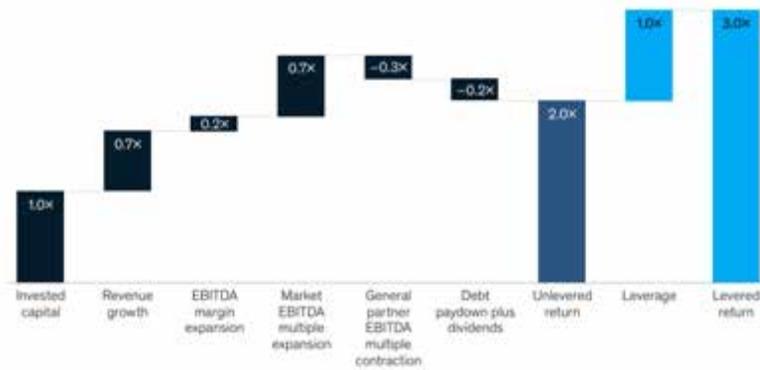


10. Estructura de un Fondo de Private Equity

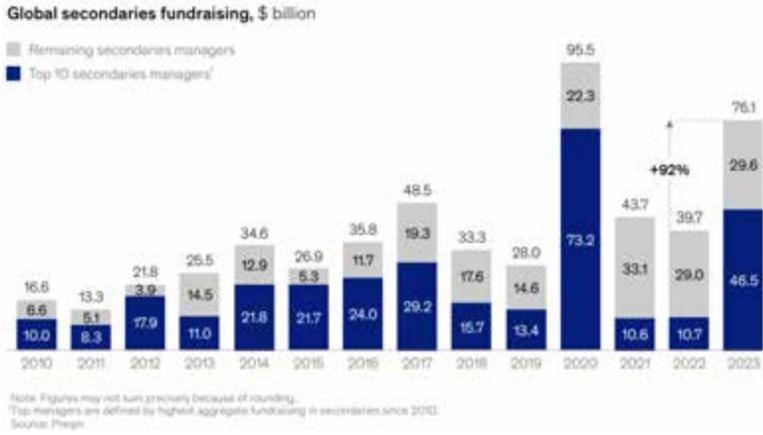


11. Elementos de la creación de valor del capital privado 2010-2021

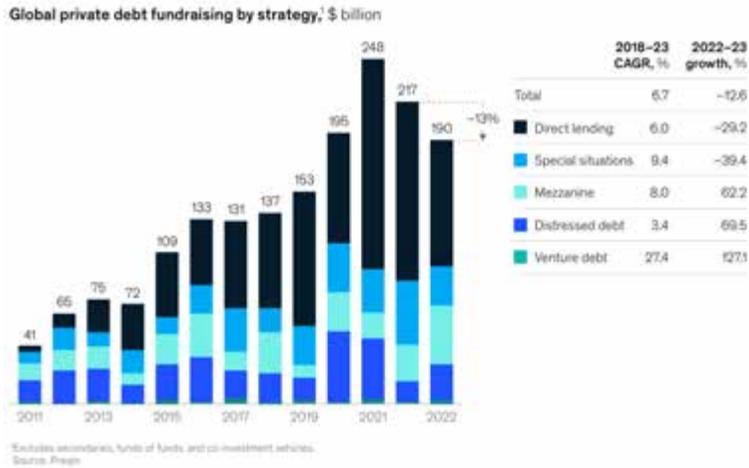
Drivers of investment returns for realized deals, 2010–21, multiple of invested capital



12. Captación de fondos de los fondos de secundarios



13. Captación de fondos de deuda privada

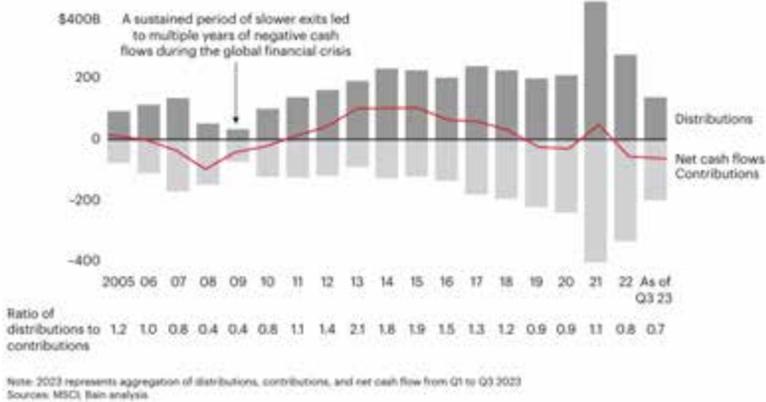


14. Participación de bancos y fondos de capital privado en el mercado de préstamos apalancados de EE. UU.

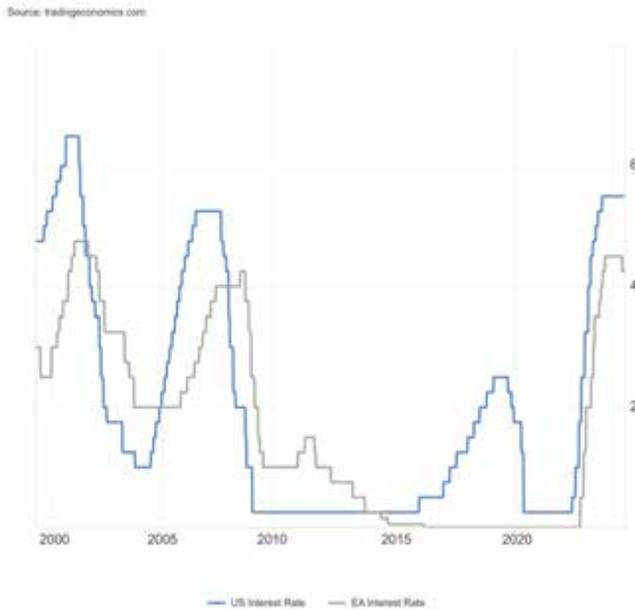


15. Llamadas y distribuciones de capital globales

Global buyout fund capital contributions and distributions



16. Evolución de los tipos de interés en USA y Europa



17. Fórmulas relevantes en el capital privado

TIR O IRR

La Tasa Interna de Retorno (TIR) representa la tasa de descuento que iguala el valor presente neto (VPN) de todos los flujos de caja futuros esperados de una inversión a cero. Matemáticamente, la TIR es la tasa r que satisface la siguiente ecuación:

$$\sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1 + TIR)^t} = 0$$

Donde:

- C_t = Flujo de caja en el periodo t
- t = Periodo de tiempo (que va de 0 hasta n)
- TIR = Tasa Interna de Retorno
- n = Número total de periodos

MÚLTIPLO DE RETORNO O CASH ON CASH

El múltiplo de retorno o Cash on Cash (CoC) mide la rentabilidad de una inversión en términos de la cantidad de dinero recibido en relación con la cantidad de dinero invertida.

$$\text{Múltiplo de retorno} = \frac{\text{Total de dinero recibido}}{\text{Total de dinero invertido}}$$

ARBITRAJE DE MÚLTIPLO O MULTIPLE EXPANSION

El arbitraje de múltiplo se define como el cambio en el múltiplo de valoración (medido en base a Enterprise Value (EV) sobre EBITDA) entre la entrada y la salida / el actual.

$$\text{Arbitraje de múltiplo} = \left(\frac{\text{EV de salida}}{\text{EBITDA de salida}} - \frac{\text{EV de entrada}}{\text{EBITDA de entrada}} \right) \times \text{EBITDA promedio}$$

DESAPALANCAMIENTO O DELEVERAGING

El desapalancamiento se define como el cambio en el múltiplo de apalancamiento (medido en base a deuda neta sobre EBITDA) entre la entrada y la salida / actual.

$$\text{Desapalancamiento} = \left(\frac{\text{Deuda neta de salida}}{\text{EBITDA de salida}} - \frac{\text{Deuda neta de entrada}}{\text{EBITDA de entrada}} \right) \times \text{EBITDA promedio}$$

CRECIMIENTO DE EBITDA O EBITDA GROWTH

El crecimiento del EBITDA se define como el cambio en el EBITDA entre la entrada y la salida / el actual, pero en la siguiente fórmula se calcula como la diferencia entre la creación total de valor del equity (Equity de salida - Equity de entrada) y la suma de la expansión de múltiplo y la reducción de apalancamiento, para aislar el impacto del crecimiento operativo en la creación de valor.

$$(\text{Equity de salida} - \text{Equity de entrada}) - (\text{Arbitraje de múltiplo} + \text{Desapalancamiento})$$

RATIO DE ENVIDIA O ENVY RATIO

En el contexto del private equity, el Ratio de Envidia es una métrica utilizada para comparar el precio que pagan los inversores con el que paga el equipo de gestión por sus respectivas participaciones en el capital social ordinario de la empresa. En otras palabras, el Ratio de Envidia indica cuánto han pagado los gestores de la empresa en comparación con los inversores de private equity para adquirir sus participaciones en el equity.

$$\text{Ratio de envidia} = \frac{\frac{\text{Inversión de los inversores}}{\% \text{ de equity de los inversores}}}{\frac{\text{Inversión del equipo de gestión}}{\% \text{ de equity del equipo de gestión}}}$$

Discurso de contestación

Excmo. Sr. Dr. Carlos Mallo Rodríguez

Deseo comenzar mi intervención en este solemne acto de la Real Academia Europea de Doctores, manifestando en primer lugar mi agradecimiento a la Junta de gobierno de la RAED y en especial a su presidente Excmo. Sr. D. Alfredo Rocafort Nicolau por la gran deferencia de concederme la contestación al discurso de ingreso de D. Carlos Mallo Álvarez como nuevo académico de honor y a la vez que nos permite darle una cálida bienvenida a esta Real Corporación de la que tengo también el honor de pertenecer.

Como todos ustedes conocen, los académicos de honor, integran el grupo destinado al reconocimiento de los méritos extraordinarios de personalidades muy relevantes en diversos campos de las ciencias, los conocimientos y las profesiones que aportan a la academia sus logros profesionales y sus experiencias vitales.

Me adaptaré a la tradición habitual de estas ceremonias académicas, pasando a exponer brevemente una sinopsis de la trayectoria biográfica del recipiendario, para en segundo lugar comentar los aspectos más relevantes de su discurso.

El nuevo académico, Carlos Mallo Álvarez, nació en Madrid el 10 de octubre de 1967 en el seno de una familia compuesta por dos jóvenes ilusionados en el desarrollo físico, mental y social de los hijos. Yo, como su padre, era Profesor Ayudante del Catedrático, D. José María Fernández Pirla en la Facultad de Ciencias Políticas y Económicas y Comerciales de la Universidad de Madrid, y su madre, Celia Álvarez del Casar, era médico en trance de especializarse en Pediatría; profesión que ha ejercido con profunda vocación y entrega hasta su jubilación.

De esta descripción puede deducirse claramente que nuestra casa era distinta a la mayoría de la época, porque había muchos

libros de economía, de organización y gerencia de las empresas y de medicina.

Tengo aquí que hacer un énfasis respecto a mi mujer, que aparte de ser una excelente pediatra, sustancialmente ha sido y es una gran madre.

Así que el nuevo académico se desarrolló en un ambiente universitario de economía y medicina, pero el traía inmanente una atracción por el conocimiento de la naturaleza que le llevó al descubrimiento y clasificación de las plantas, aves y peces y a todo lo relacionado con el mundo rural, creando pronto por su cuenta una huerta de frutas y verduras.

Debo dejar constancia también que como estudiante ha sido siempre un alumno ejemplar, estando siempre muy valorado en el Colegio San Estanislao de Kostka, antecedente de la actual Universidad Camilo José Cela y posteriormente en la universidad, que inicialmente le atraía entrar en la Escuela de Ingenieros de Montes, aunque con mis reflexiones sobre el campo profesional de las diversas ingenierías, ingresó en la Escuela de Ingenieros Agrónomos, donde obtuvo el título brillantemente el año 1991.

También durante este período compaginó sus estudios con la práctica de deportes, donde destacó en el entonces poco conocido bádminton, especialidad en la que alcanzó el campeonato de España y también acompañó como profesor deportivo en sus viajes de Aventura 92 al famoso Miguel de la Quadra Salcedo, replicando el tercer viaje de Colon.

Nada más acabar su carrera, pasó a llevar varias explotaciones agrícolas y ganadera, con el esforzado trabajo, tesón y constan-

cia que implica dirigir a distancia unas fincas y unos trabajadores de campo.

En aquella época, yo le comenté que si quería tener una profesión que recibiera altos salarios, debería hacer el Master en Finanzas en el Instituto de Empresa, lo cual comenzó a cursar, demostrando una vez más la alta capacidad de aprendizaje y el trabajo continuo, consiguiendo su diploma que fue entregado por el entonces presidente de la entidad, D. Juan Miguel Antónanzas.

Posteriormente, fue seleccionado en los Centros Comerciales Continente como agente especializado en compras, donde, debido al espectacular desarrollo de los hipermercados en la década de los 90, pronto destacó recibiendo diversas ofertas de ascenso.

Pero fue en el 1995 cuando se produjo el encuentro del recipiendario con su campo profesional, donde ha desarrollado una brillante carrera al incorporarse al operador con establecimiento en España, 3i Europe Plc, primero en Madrid y más tarde encabezando la Delegación de Barcelona.

En el año 2002, el Head Hunting Seeliger y Conde seleccionaba a un directivo para abrir la oficina de la gran firma europea de capital riesgo Permira, siendo finalmente en 2003 seleccionado para este puesto, convirtiéndose al nuevo académico en un gran directivo de nivel europeo, ya que en 2008 se incorporó al Comité Ejecutivo de la firma, al Comité de Inversiones, y en 2010, a su Consejo de Administración. Entre 2008 y 2016 fue uno de los socios senior que lideró la firma a nivel global, incluyendo la responsabilidad de socio responsable de Recursos Humanos.

En este mismo año de 2010, Seeliger y Conde publicó un libro titulado “Apuesta por el talento” donde se incluía una selección de entre los 2.000 directivos colocados por la firma por sus conocimientos, valores y actitudes, incluyendo a nuestro nuevo académico entre los 26 biografiados que aparecen en el libro, que en su introducción, escrito por nuestro compañero académico Isidro Fainé, indica que el talento debe ser entendido como capacidad de adaptarse a los cambios, de saber aprovechar oportunidades, de motivar a los equipos; en definitiva, de liderar personas.

Su desarrollo profesional posterior lo ha descrito el nuevo académico en su exposición de la que solo quiero hacer resaltar su enorme capacidad de trabajo y su disposición al aprendizaje en las condiciones, lugares y situaciones vitales, para lo que ha tenido la inestimable colaboración de su esposa D^a. María Jesús Junquer, que como fiel compañera desde que estudiaron juntos y se hicieron Ingenieros Agrónomos, le ha acompañado y apoyado en todos los momentos, dado los sacrificios vitales que exigen convivir con un marido directivo de una multinacional que viaja continuamente y tiene una visión y mentalidad internacional.

Y para finalizar, comentaré sucintamente lo que me parece más relevante del discurso de entrada del nuevo académico en la Real Academia Europea de Doctores.

Desarrolla el nuevo académico en su discurso, el fuerte desarrollo del mercado de capital privado durante estas últimas décadas y su importancia futura como fuente de financiación para las economías más desarrolladas, entre ellas la nuestra.

En sus primeras líneas busca las razones por las que esto ha sucedido y para ello compara los retornos obtenidos en los

mercados cotizados y privados durante los últimos 10 años. El diferencial de retorno entre ambos productos de inversión se sitúa aproximadamente en un mínimo del 5%, lo cual ha justificado el interés de los inversores en el *private equity*, a pesar de su iliquidez frente al mercado cotizado.

Ese diferencial de retornos ha producido una fuerte atracción por parte de los inversores a dedicar una parte de sus carteras a este producto de inversión. Para poder visibilizar en términos prácticos en que se ha traducido dicho crecimiento, nos da una idea de magnitud de dichos mercados en el marco de la economía de Estados Unidos y España. En la primera economía del mundo y también mercado pionero y más avanzado del *private equity*, casi un 5% del PIB está controlado por gestoras de *private equity* y da empleo a más de 8 millones de personas. En nuestro país, los datos aproximados son un 2% de peso en el PIB y 500.000 personas trabajando en empresas que pertenecen a fondos de *private equity*.

Pasa el nuevo académico, hablar a continuación de la génesis de dichos mercados en sus mercados de origen, o sea, Estados Unidos y el Reino Unido. Curiosamente a partir de iniciativas promovidas de distinta naturaleza, en el caso USA la privada y en el caso RU la público/privada, el mercado se desarrolló en ambos casos hacia una convergencia del modelo en ambas geografías. No cabe duda que para ambos países el mayor desarrollo del mercado global de capitales y, en el caso que nos ocupa, el del capital privado, representó una ventaja diferencial competitiva respecto Europa continental que carecía de dichos instrumentos. En todo caso, aunque ambos países mantienen aun unos mercados de capitales más profundos, el resto de Europa ha avanzado significativamente reduciendo las diferencias ostensiblemente. En el caso de España, contamos hoy con una

amplia presencia de gestoras nacionales e internacionales que aseguran el suministro de capital a los proyectos españoles.

Con la descripción del caso RJR Nabisco, el nuevo académico narra, por un lado, una apasionante historia empresarial y financiera que marco la historia de la economía capitalista americana y occidental. La operación fue origen de una nueva era del capital privado, donde la dimensión o el tamaño de los fondos necesarios para hacerla dejó de ser un límite, dando idea de la tremenda profundidad que ya tenía el sector financiero en aquella época. Pero también pone a las gestoras de *private equity* en el tablero y, haciendo lo impensable, Henry Kravis consigue hacerse con la operación frente a un Ross Johnson que contaba con todas las ventajas para hacerlo. En este punto a finales de los años 80, el *private equity* se convierte en una formidable máquina de inversión.

Como continuación, el nuevo académico, enumera y describe la amplísima gama de operaciones que son posibles bajo el paraguas del *private equity*. Desde las operaciones de arranque de compañías o *start ups*, pasando por las operaciones de aportación de capitales para crecimiento hasta las enormes compras apalancadas o *buy outs*. Podríamos comparar la capacidad del capital privado de adaptar su producto a la de una sastrería a medida, donde el sastre adapta el traje a las necesidades de su cliente.

Pero una vez hecha la operación, aun con todas las complejidades que esta haya podido tener, comienza la labor más difícil que es la creación de valor en la compañía del portfolio. Comenta en este punto como introducción el caso de la operación de Hugo Boss y Permira realizada en 2008. Es este un excelente ejemplo donde el *private equity* ha sido capaz de transformar una compañía a largo plazo, asentado unos cimientos de creci-

miento que aún perviven, aun bastante después de la desinversión del fondo.

También describe el beneficiario como las gestoras de capital privado diseccionan la creación de valor en tres grandes ejes principales:

Primero – apalancamiento

Los fondos propios aportados por los fondos de *private equity* se benefician del menor coste de la deuda con la que financian sus operaciones y absorben ese diferencial en sus retornos.

Segundo – arbitraje de múltiplo

Como indica el nuevo académico, es la vieja técnica fenicia de comprar barato y vender caro. O dicho más técnicamente, ser capaz de comprar la compañía a un múltiplo de beneficios inferior al que posteriormente se venderá.

Tercero – crecimiento de los beneficios

Sin duda la más compleja y en la que los *private equities* invierten en la actualidad más recursos. Para ellos deben hacer crecer las ventas, incrementar los márgenes, reducir los gastos generales e incrementar la eficiencia del capital invertido de la compañía del portfolio.

El siguiente capítulo es una descripción de lo que el nuevo académico considera las nuevas tendencias más atractivas de sector. Sus múltiples viajes y asistencias a las reuniones de inversores de muchas de las principales gestoras de *private equity* internacionales, además de su proximidad a la firma Permira, le permiten estar a la última de los movimientos del sector. Desde

su punto de vista, las dos grandes tendencias más atractivas del momento son:

Mercado secundario

El portfolio de inversiones primarias de *private equity* es de un grandísimo tamaño actualmente 9,7 billones. Como comenta, la subida de tipos de interés ha ralentizado el volumen de actividad recientemente y los *Limited Partners* o inversores demandan distribuciones para poder hacer frente a sus compromisos de inversión. Sin duda, esta situación crea las mejores condiciones para que los fondos de secundario puedan comprar en condiciones atractivas buenos activos. A la vez, esta será una buena solución para las gestoras de capital primario que podrán continuar gestionando los activos y a la vez devolver el dinero a aquellos inversores que así lo requieran.

Deuda privada

La exigente regulación del sector bancario ha producido un fuerte desapalancamiento del sector y una reducción de sus balances. Sin embargo, el mercado continúa demandando elevadas y crecientes necesidades de financiación, hecho que ha aprovechado el sector para llenar ese hueco con deuda privada. Esta situación, unida a los altos tipos de interés, hace que no pueda haber un momento más atractivo para invertir en este tipo de producto.

Finalmente, el nuevo académico aborda los desafíos que actualmente enfrentan las gestoras de capital privado, que en algunos casos no son distintos de aquellos que enfrentan las empresas en general.

Un entorno geopolítico enormemente complejo a nivel global, unido a la subida de los tipos de interés, ha impactado en el ritmo de inversiones y desinversiones del sector. Como muestra de la capacidad de respuesta del sector a cualquier tipo de circunstancias, el *private equity* ha respondido a través del desarrollo del mercado secundario y la deuda privada, que por el contrario se han visto favorecidos en este entorno

Para finalizar el comentario del magnífico discurso que acabamos de escuchar y que presenta un fehaciente ejemplo del momento vital y profesional que está viviendo el todavía joven recipiendario, junto a su esposa, María Jesús Junquer y a sus hijos, Rodrigo y Gonzalo que están comenzando su vida profesional y que van a tomar buen ejemplo de dónde se puede llegar profesionalmente imitando la vida y trabajos de sus padres.

En consecuencia y en nombre de esta Real Academia Europea de Doctores, tengo el honor de dar pública bienvenida como Académico de Honor a D. Carlos Mallo Álvarez, teniendo la seguridad de que con su potencialidad aportará a esta corporación, su larga y fecunda experiencia y la puesta en marcha de nuevas e interesantes propuestas que contribuirán al cumplimiento y ensanchamiento de nuestros fines estatutarios.



PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA
EUROPEA DE DOCTORES

Publicaciones



Revista RAED Tribuna Plural





CARLOS MALLO RODRÍGUEZ

Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid y Catedrático emérito de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Carlos III de Madrid; ex Vicedecano y director del Departamento de Economía de Empresa y ex Director del Centro de Estudios, Investigación y formación continua Francisco Tomás y Valiente. Académico de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, Académico de la Real Academia Europea de Doctores (RAED), con el discurso de ingreso sobre la innovación y el tamaño de la empresa. Presidente del Instituto Internacional de Costos, miembro del *Conference Board*.

Fundador de la Asociación Española de Contabilidad Directiva (ACODI). Vocal de la Junta Directiva de la Confederación Española de Directivos (CEDE) y Presidente de la Comisión de Contabilidad de CEDE. Ex Presidente de la Asociación Española de Ejecutivos de Finanzas. Miembro de la Comisión de Expertos que elaboró el libro blanco para la reforma de la contabilidad en España. Miembro del grupo de trabajo para elaborar el nuevo Plan de Contabilidad 2007. Ha trabajado como directivo de compañías industriales y comerciales y en la auditoría y consultoría de empresas.

Ha publicado múltiples trabajos de investigación y libros entre los que destacan, *Contabilidad Analítica: costes, rendimientos, precios y resultados*, *Contabilidad de Costes y de Gestión*, *Modelo práctico de adaptación Informática del Grupo 9 del P.G.C.E.*, *Fiscalidad y Contabilidad Empresarial*, *Plan General de Contabilidad*, *Costes de Investigación y Desarrollo*, *Cuestiones actuales de Contabilidad de Costes*, *Comentarios sobre el Nuevo Plan General de Contabilidad*, *Contabilidad de Costos y Estratégica de Gestión*, con Robert Kaplan, Silvia Meljen y Carlos Jiménez y Manuel Gago en la 2ª Edición, *Introducción a la Contabilidad Financiera*, *Las normas internacionales de Información Financiera (NIIF)* con Manuel Gago. *Estrategia para la Recuperación con Fondos Europeos*, Editorial Círculo Rojo 2021.



“El mercado de capital y deuda privado ha tenido un extraordinario desarrollo durante estas últimas décadas y se ha convertido en una piedra angular de las economías más desarrolladas. A pesar del relevante impacto que ha tenido la fuerte subida de tipos interés por parte de los Bancos Centrales en la actividad del sector en los últimos tres años, estoy convencido de que este mercado de inversión ha llegado para quedarse en el largo plazo, con independencia de los factores coyunturales de cada momento.”

“Desde mi punto de vista, las dos áreas más vibrantes del sector en este momento son el mercado de secundarios y la deuda privada. Por un lado, el mercado de secundarios se verá favorecido por la falta de distribuciones a los inversores de los últimos años y el enorme tamaño de los activos gestionados por el sector de private equity. Por otro lado, los fondos de deuda privada continuarán viéndose favorecidos por las restricciones impuestas a los bancos por los marcos de regulación internacional de la banca, como Basilea III. En consecuencia, ambos segmentos de inversión crecerán con fuerza en los próximos años.”

Carlos Mallo Álvarez

1914 - 2025

Colección Real Academia Europea de Doctores