



La sofisticación del mercado secundario va pareja al crecimiento y del primario. iStock

Los secundarios, un mercado en pleno auge para recapitalizar las carteras

Los secundarios se consolidan en España como vía para recapitalizar las participadas y ganar tiempo para acelerar su crecimiento. Su evolución y maduración definitivas dependerán del crecimiento y madurez de los portfolios y de las futuras necesidades de liquidez de los LPs de los vehículos primarios.

Rocío Casado.

Capital Privado

elEconomista.es

El capital privado, no cotizado, es por naturaleza ilíquido, pero con el acelerado desarrollo del mercado secundario ya lo es mucho menos. Los fondos de continuación y secundarios se consolidan en el mercado español en un momento en que los LPs demandan liquidez y las desinversiones se estrechan por la invasión de Ucrania, la espiral inflacionista y el shock energético. Hace 10 años las compraventas se producían con grandes descuentos y se podía tardar 12 meses en encontrar comprador. A día de hoy, existe un mercado secundario mucho más activo y sofisticado, pero donde apenas se transacciona un 2%. Este nicho contracíclico ha "brillado" especialmente en épocas de crisis con un doble objetivo: recapitalizar las compañías participadas y facilitar, cuando el mercado de M&A se enfría, soluciones de liquidez para los inversores sustituyendo unos LPs por otros y facilitando la salida vía fondos de secundario. Sin olvidar las oportunidades de compra de carteras de inversores acuciados y/o con problemas de liquidez.

El mercado de secundarios de *private equity* ha crecido y se ha sofisticado enormemente impulsado por varios factores: el mayor volumen captado vía primarios en los mercados privados (sólo en 2021 se captaron cerca de 1,2 billones de dólares o un 20% más que en 2020); una gestión más activa de las carteras de activos alternativos por parte de los inversores, sobre todo los institucionales; y una creciente popularidad de las transacciones lideradas por los propios gestores (o GP LEADS), explica a *elEconomista Capital Privado* Ricardo Miró-Quesada, socio responsable de Private Equity de Arcano. "A medida que el mercado secundario ha ido creciendo también se ha sofisticado con transacciones de mayor valor agregado. Por ejemplo, hay mucha actividad en las citadas operaciones GP LEAD y en las transacciones de "single asset deals", un híbrido entre una operación de secundario y una coinversión. Con este tipo de transacciones se transfiere una compañía participada a un "vehículo de continuación" con el objetivo de, por un lado, otorgar liquidez a los inversores actuales, y, por otro, ampliar el periodo de tenencia de activos "trofeo" que, con más tiempo y capital, pueden generar retornos adicionales muy atractivos", añade. De esta manera, el gestor puede prolongar su exposición a activos que lo han venido haciendo mejor durante más tiempo.

El contexto actual, aseguran los expertos, permitirá crear nuevos vehículos de este tipo para sustituir a inversores que necesiten deshacer posiciones. Dado el crecimiento del mercado primario, el secundario podría pasar a representar un 4% del total de activos bajo gestión en los próximos 3 ó 5 años moviendo un volumen anual de 200.000 a 300.000 millones de dólares. Arcano lleva invirtiendo en el mercado secundario desde 2009 en Europa y EEUU. "El creciente interés por el *private equity* y los secundarios en particular está teniendo un impacto muy



Natividad Sierra
Head of Investor Relations & ESG
en Corphin Capital

“ Las empresas de secundarios tienen sólidos planes de crecimiento y equipos directivos capacitados y motivados”



Gonzalo Rivera
CEO de Alantra Private Equity

“ Creemos que España seguirá la tendencia de crecimiento europea en el número de operaciones de GP Lead”



Jorge Riopérez
Socio responsable de Corporate
Finance de KPMG en España

“ Aún hay espacio para nuevos vehículos que faciliten la rotación de los activos dando entrada a nuevos inversores”



Ricardo Miró-Quesada
Socio responsable de Private Equity
de Arcano

“ Las operaciones de secundarios lideradas por gestores representan un 50% del mercado y el mayor crecimiento”



Stock

Capital Privado

elEconomista.es



José Luis Molina
CEO de AltamarCAM y cofundador de la gestora

“ En sólo una década, el mercado secundario se ha multiplicado por diez y ya mueve más de 130.000 millones”



Íñigo del Val
Socio responsable de M&A de Allen & Overy

“ Los secundarios son procesos muy bien planificados que ganan peso como mecanismo de salida en España”

positivo en nuestro cuarto fondo de secundarios, Arcano Secondary Fund XIV, donde estamos muy cerca de alcanzar el objetivo de captación inicial de 300 millones y esperamos llegar a 350 o 400 millones en el corto plazo”, concluye Miró-Quesada.

José Luis Molina, managing partner y global CEO de AltamarCAM Partners, anuncia que la gestora española lanzará a finales de año su quinto vehículo secundario con un tamaño objetivo de unos 1.500 millones de euros. En enero, ya alcanzó la cifra récord de 1.025 millones con su cuarto fondo, ACP Secundaries 4, donde más del 50% de su base inversora es española. “El mercado secundario global tiene un gran recorrido de crecimiento tras haberse multiplicado por 10 durante la última década”, explica. El tamaño medio de los fondos en Europa oscila entre 1.000 y 5.000 millones, pero seguirá creciendo. “Su principal atractivo, recuerda Molina, es que permite crear una cartera de forma mucho más rápida que los fondos de primario y, sobre todo, ayuda a mitigar la *curva Jota* al reducir los plazos de inversión. En conclusión: ponemos el dinero más rápido a trabajar y lo devolvemos antes”, añade.

Un mercado creciente

El auge y crecimiento del mercado secundario se

En un plazo de cinco años, moverá un volumen anual de 200.000 a 300.000 millones

explica también por sus soluciones flexibles de liquidez que permiten renovar o reemplazar parte de la base inversora. Hace diez años, se solía acudir al mercado secundario para vender y obtener liquidez con grandes descuentos. Ésa era su función principal. Un inversor en un fondo le vendía su posición a otro. Ahora esta venta tradicional apenas supone el 50% del mercado. El global CEO de Altamar recuerda que el 50% restante son operaciones GP LEAD, es decir, soluciones de liquidez promovidas por los propios gestores, como las cerradas en España por Portobello Capital, MCH Private Equity, Proa o Alantira, entre otras firmas. “Tradicionalmente, se compraba la posición de un inversor en un fondo ya existente. Pero el mercado secundario ha evolucionado mucho. Actualmente se ejecutan transacciones no sólo de participaciones en fondos sino también de una parte de la cartera, de un fondo concreto o incluso de una única compañía”, recuerda Molina.

En las operaciones GP LEAD pueden darse situaciones diversas. Por ejemplo, que el gestor quiera ampliar el período de tenencia de una empresa participada en cartera para dotarla de maduración y de capital adicional para seguir creando valor. Al mismo tiempo, el gestor ofrece flexibilidad facilitando



Capital Privado

elEconomista.es



El mercado de secundarios de 'private equity' español ha crecido y se ha sofisticado los últimos años. iStock

la salida de aquellos inversores que quieran deshacer sus posiciones. La clave del éxito es que el gestor pueda ofrecer una buena operación para los inversores vendedores y, a la vez, sea capaz de presentar un proyecto sólido y atractivo para los nuevos inversores que entran y para quienes reinvierten.

En cualquier caso, la futura evolución y consolidación del mercado secundario en España dependerá, en gran medida, de la capacidad de mantener el crecimiento por parte de las compañías de los portafolios. Las desinversiones que están por venir serán,

El mercado secundario apenas representa el 2% del valor total de los activos bajo gestión

indudablemente, analizadas desde una doble perspectiva: industrial y financiera. Desde KPMG prevén que en numerosos casos se presenten tesis de inversión atractivas para realizar secundarios. "La consolidación de la diversidad entre los fondos por tamaño y su creciente especialización generarán un entorno muy propicio para este tipo de operaciones", según explica a *elEconomista Capital Privado* Jorge Riopérez, socio responsable de Corporate Finance de KPMG en España. "Aún hay espacio para nuevos vehículos que faciliten la rotación de los activos dando entrada a nuevos inversores o permi-

tiendo que quienes quieran reinvertir aprovechen el potencial *upside* de las compañías en cartera en nuevos fondos manteniendo la misma gestión", añade.

Otra tendencia imparable apunta a que el capital privado está recurriendo cada vez más a las compraventas entre fondos, los llamados *secondary buyouts*, en sus desinversiones. "Las salidas se hacen con alta seguridad de cierre para los vendedores a través de mecanismos de "hell or high water" e incluso "reverse break up fees" y de forma casi totalmente limpia, con seguros de manifestaciones y garantías", explica Íñigo Del Val, socio responsable de M&A de Allen & Overy. Además, los compradores deben asegurar que tienen financiación y/o equity suficiente para que el vendedor se comprometa legalmente en la venta. El porcentaje de desinversiones mediante SBOs sigue creciendo. "Aunque sigue siendo modesto (23% en los tres primeros trimestres de 2021) frente a Europa (40% en el primer semestre), el incremento es notorio, pasando del 13% de media en 2015-2017 al 28% en 2018-2020," explica Natividad Sierra, Head of Investor Relations & ESG de Corpfin Capital, en cuyo *track record* destacan operaciones de este tipo como Palex, el grupo de equipamiento hospitalario, donde tanto la propia Corpfin como Ergon, tras obtener muy buenos retornos, han decidido reinvertir junto a su nuevo propietario, Fremman Capital, como socios minoritarios. "Otro factor que acelera el crecimiento de los SBOs en España son los propios equipos directivos, cada vez más profesionales, y que tienden a favorecer este tipo de operaciones", añade Sierra.

Portobello, MCH, Alantra y Proa, pioneros en España

La llegada de las operaciones de "GP LEAD" vino de la mano de veteranas gestoras como Portobello, Alantra, Proa y MCH, en transacciones complejas. Portobello fue pionero en 2015 con la histórica venta de una cartera en bloque a Harbourvest. En 2018, Alantra traspasó con éxito la cartera restante del Fondo II a un secundario liderado por Partners Group. A finales de 2020 y tras más de nueve meses de negociaciones, Portobello lanzó un fondo secundario de 350 millones para Angulas Aguinaga e IAN con HarbourVest como 'lead investor'. La operación, incluyó, en paralelo, una venta en primario a PAI Partners. Pese a que ambas desinversiones fueron exitosas, varios LPs existentes decidieron reinvertir en el nuevo vehículo para aprovechar el potencial de crecimiento de las compañías en el nuevo ciclo. Alantra también cuenta con bastante experiencia en operaciones de secundario. "Realizamos la primera en 2015, con Partners Group, en 2018 y la última en 2021 con inversores de EEUU y Europa de primer nivel". Según Gonzalo Rivera, CEO de Alantra PE, las ventajas son claras. "Por un lado, ofrecen una opción de liquidez flexible y, por otro, facilitan tiempo adicional para seguir apoyando a las compañías participadas en sus planes de negocio bajo el paraguas de la misma gestora".