

GESTIÓN DE CARTERA EN TIEMPOS DE COVID-19

ante el reto de minimizar el impacto de la crisis en las participadas

Aunque siempre es un aspecto fundamental para el private equity, la gestión de cartera se hace especialmente importante en entornos de incertidumbre como el actual. Trabajar codo a codo con las participadas para capear el temporal puede ser clave para salir reforzado de una crisis que nadie esperaba. El know how de un sector curtido en la crisis de 2008 será decisivo en la toma de decisiones rápidas que reducirán el impacto del Covid-19 en el middle market e impulsará nuevas estrategias de creación de valor.

Desde siempre la gestión de cartera ha sido clave para el private equity. Comprar bien y vender mejor es importante para obtener buenos retornos, pero si hay algo decisivo es generar valor a través de una buena gestión de las participadas a lo largo de todo el ciclo de inversión. Implementar un buen plan de negocio marca la diferencia en el exit y, además, deja la impronta del capital riesgo en la compañía, pero, como apunta **Álvaro Olivares, Socio Director de Corpin Capital**, este trabajo se hace aún más necesario en momentos de crisis. “La gestión de cartera es un elemento esencial y diferenciador del valor añadido del capital privado a sus participadas. En épocas de bonanza, una mala gestión puede ser suplida por la evolución favorable de un sector específico o de la economía en su conjunto. Sin embargo, en épocas como la actual, la buena gestión se hace imprescindible y decisiva para la supervivencia de las compañías y la generación

de valor”. Por ello, en el entorno de incertidumbre derivado del Covid-19, los fondos han puesto el foco en el portfolio, aportando todos los medios a su alcance para analizar el impacto en cada una de sus participadas, incorporando planes de contingencia, sin dejar de seguir muy de cerca las oportunidades de inversión en marcha y aquellas otras que puedan surgir en sectores interesantes a largo plazo. “La gestión de la cartera empieza por una adecuada construcción de la misma. Haber sido prudente e inteligente en la inversión con una diversificación adecuada por cosechas, sectores y estrategias es lo que más nos va a ayudar a soportar una crisis que no pudimos anticipar. Ahora lo que queda es gestionar nuestras inversiones porque, tratándose de activos privados, no podemos modificar la composición de la cartera a corto plazo. En esto estamos centrados desde LP’s hasta GP’s. Resulta una obviedad, pero mantener vivas y sanas las compañías es la mejor forma de po-

der capturar las enormes oportunidades que se van a presentar”, señala **Miguel Zurita, Co-CIO de Altamar Capital Partners**. Aunque el private equity cuida de forma continua de la cartera, “cuando llegan las situaciones de mayor incertidumbre es cuando los fondos tienen que estar más cerca de los equipos gestores de sus participadas, tanto ayudándoles en la anticipación de las necesidades de liquidez, incluso reforzando la posición de caja si fuera necesario, como rediseñando la propia estrategia de negocio”, apunta **Juan Ramón Rodríguez Larraz, Socio de Financial Advisory de Deloitte**. Por ello, las gestoras son conscientes de que deben seguir estrategias más “hands on” en sus carteras. “Los fondos exceden su rol como accionistas y consejeros de las participadas para ponerse mano a mano con los equipos directivos y gestionar la crisis: prestarles apoyo en el análisis de la situación y plan de acción, y ayudarles en la comunicación y gestión del resto de

stakeholders (entidades financieras, clientes, proveedores, etc.)”, indica **Juan López del Alcázar**, Socio Responsable del área de Transacciones de EY.

La sofisticación del private equity durante los últimos años y el know how obtenido de crisis anteriores ha permitido al sector reaccionar de forma rápida y eficaz, pero con serenidad. Para **Zurita**, “los recursos que el capital privado pone al servicio de sus participadas son muchos y se ha demostrado que estas compañías son las que mejor se comportan en tiempos de crisis. Crecen más, invierten más, generan más empleo y mejoran más sus beneficios que el resto”. Como se suele decir, la experiencia es un grado y muchos confían en el que el sector jugará un papel esencial en la vuelta al crecimiento del middle market nacional. Según **Ignacio Sanjurjo**, Socio de Corporate M&A de Deloitte Legal, “el private equity aprendió mucho de la crisis anterior. Tiene la experiencia para desarrollar ese papel. Existe liquidez y el escenario resultante de la crisis actual en varios sectores puede originar procesos de M&A distressed, pero también, procesos de build up en los que las participadas sean clave y contribuyan a la reconstrucción, crecimiento y fortalecimiento de nuestro mercado u operaciones en sectores considerados como refugio o en consolidación”.

La liquidez, clave

En estos meses, los fondos han adoptado medidas precisas para proteger al personal de sus participadas, mantener la productividad e interactuar con los clientes, pero la gran apuesta pasa por preservar la solvencia de las empresas, vigilando la caja, aumentando las líneas de crédito, recortando gastos innecesarios y acometiendo las medidas de contención necesarias. “Estamos en un momento sin precedentes en el que ha habido un cambio brusco en el trading de las compañías, por lo que es clave estar muy cerca de los equipos para poder tomar decisiones en tiempo real en un entorno muy cambiante y con muy reducida visibilidad y, además, acompañarlos en la toma de decisiones para que nos sientan cerca. El contacto diario es especialmente importante en estas circunstancias para transmitirles que no están solos, compartir las mejores prácticas y crear un sentimiento de equipo”, comenta **Javier Rigau**, Socio Fundador de Abac Capital. Las medidas que Abac está tomando para afrontar el corto plazo incluyen: maximizar la liquidez y tener un control estricto de la caja, flexibilizar los costes fijos para adaptarlos a la evolución de las ventas y la proximidad total a los clientes, tanto para prever la

“ Los fondos han puesto el foco en la cartera, aportando todos los medios a su alcance para analizar el impacto en cada una de sus participadas, incorporando planes de contingencia, sin dejar de seguir muy de cerca las oportunidades de inversión en marcha ”

evolución de la demanda como para tener una mayor visibilidad de los cobros en un escenario de liquidity crunch.

Corpfín Capital también analiza el impacto del Covid-19 en sus participadas. “Nuestros fondos partían de una situación muy saneada cuando empezó la crisis, con



ÁLVARO OLIVARES
Socio Director de CORPFIN CAPITAL

“Los equipos y las gestoras de capital privado están reaccionando con agilidad y decisión, aplicando lo aprendido en las crisis anteriores y trasladando buenas prácticas de unas empresas a otras para evitar repetir fallos”

un número relevante de empresas ligadas al sector sanitario y otros sectores no afectados por la pandemia o incluso en los que el impacto está siendo positivo, pero, desde el primer momento y junto con los equipos directivos, venimos realizando un



MIGUEL ZURITA
Co-CIO de ALTAMAR CAPITAL PARTNERS

“Hay que combinar defensa y ataque. En momentos de crisis es cuando surgen las mejores oportunidades y cuando se realizan las mejores inversiones”

análisis constante y detallado en las compañías. El primer reto ha sido preservar la salud de nuestros empleados. En el plano operativo, en las participadas que han mantenido o incrementado su actividad, el foco ha estado en garantizar el suministro, el buen desarrollo del proceso productivo y el funcionamiento de las operaciones logísticas para dar respuesta a la demanda que, en algunos casos, se ha multiplicado. En los negocios directa o indirectamente afectados por los cierres temporales, hemos implementado con la mayor agilidad todas las medidas de contención de costes posibles para minimizar las pérdidas acumuladas hasta la normalización de la actividad”, comenta **Olivares**. Entre otras, la paralización de compras y suministros, ERTes, la renegociación de contratos de arrendamiento o la congelación de inversiones no esenciales. Además, el fondo ha realizado provisiones de tesorería para obtener liquidez para garantizar la solvencia de las firmas, haciendo uso de las líneas especiales de financiación del ICO habilitadas por los bancos.

Para **Alberto Bermejo**, Partner de **Magnum Capital**, “el enfoque inicial de esta acelerada crisis ha sido preservar el valor de las inversiones e incrementar las defensas ante un deterioro mayor o más prolongado. Las principales acciones se han centrado en tres frentes: asegurar la seguridad de trabajadores y clientes, acciones de costes (especialmente personal con la aplicación de ERTes) y caja, incremento de las líneas de circulante a través de los préstamos ICO y las RCFs disponibles. Ahora mismo los esfuerzos están más concentrados en la revisión y adecuación de los planes de negocio al nuevo contexto”. Las nuevas medidas de prevención, el miedo al contagio y la posibilidad de repuntes van a afectar al ritmo y nivel de la recuperación. Precisamente, la principal complejidad para **Rigau** es “visualizar cuál será la nueva realidad post Covid -que depende de cada compañía y sector- para ver el impacto estructural que tendrá esta crisis y adaptar los negocios en consecuencia, ya que la pandemia cambiará las conductas y hábitos de los consumidores y habrá modificaciones estructurales. De hecho, algunos sectores reducirán sus ci-

fraso, para mantenerse, deberán adaptar, por ejemplo, su canal de comercialización (integración del delivery/take away en restaurantes o del e-commerce en retail)".

A pesar de todo, los private equities recuerdan la importancia de no dejar atrás las estrategias de creación de valor en el portfolio, analizando posibles oportunidades que se puedan poner a tiro. Según **Zurita**, "hay que combinar defensa y ataque. Como inversor, la creación de valor a partir de ahora estará en poner el acelerador en estrategias que nos van a permitir aprovechar las oportunidades (secundarios, private equity y crédito distressed). En momentos de crisis es cuando surgen las mejores oportunidades y cuando se realizan las mejores inversiones. La mejor cosecha del private equity es la que siguió a la quiebra de Lehman Brothers, se invirtió a precios más bajos y se capturó todo el crecimiento del periodo de recuperación de la crisis financiera global". Una opinión que comparte **Bermejo**, "los fondos debemos seguir persiguiendo el crecimiento de nuestras participadas. Las acciones de coste y preservación de caja son esenciales a corto plazo, pero normalmente insuficientes para conseguir los retornos a los que aspiramos. Seguiremos analizando nuevas adquisiciones y oportunidades de expansión, así como la adaptación de los negocios a la acelerada transformación digital que estamos viviendo y que cambiará sustancialmente la manera de hacer las cosas en muchas industrias". Por su parte, **Olivares** señala que "en las participadas que han podido seguir desarrollando su actividad o incluso la han incrementado, la estrategia de creación de valor está centrada en identificar y aprovechar nuevas oportunidades de crecimiento orgánico e inorgánico". Entre ellas, posibles add-ons tanto doméstico como internacional que se puedan presentar a precios atractivos.

Caída de las valoraciones

En general, las empresas más flexibles y las que estén tomando las mejores decisiones serán quienes salgan victoriosas. "La capacidad de adaptarse de una manera ágil y rápida a la nueva situación está siendo fundamental a la hora de salir reforzados de esta crisis. La anticipación a los problemas es siempre la clave para solucionarlos sin urgencias. No obstante, se están produciendo operaciones de reestructuración ya que hay muchas compañías que no van a ser capaces de adecuar la generación de caja a los pagos que tenían comprometidos con la banca. La gran diferencia de la crisis actual con la de 2008 es que, en general, las compañías están



JAVIER RIGAU
Socio Fundador de ABAC CAPITAL

"Lo realmente complicado es visualizar cuál será la nueva realidad post Covid para ver el impacto estructural que tendrá esta crisis y adaptar los negocios en consecuencia"

menos apalancadas, pero algunas van a sufrir, en especial aquellas en los sectores cuya recuperación se vaya a prolongar más en el tiempo", señala **Rodríguez Larráz**. En consecuencia, parece claro que la



ALBERTO BERMEJO
Partner de MAGNUM CAPITAL

"No hemos alterado la rentabilidad objetivo de nuestras inversiones. Teniendo en cuenta que se trata de una cartera relativamente joven tampoco creemos que el plan de desinversión temporal se vea alterado"

pandemia ayudará a ajustar los precios y sacará al mercado activos antes reticentes a la entrada del private equity. "El efecto inmediato de la pandemia será previsiblemente la paralización del mercado de M&A a corto plazo derivada de la falta de visibilidad sobre la magnitud de la crisis y sobre el ritmo de recuperación cuando la situación se normalice. A esto se unirá el retraso adicional por el tiempo necesario para que las expectativas de los vendedores se ajusten a los nuevos precios ofertados por los compradores. Es muy probable que la mayoría de las operaciones previstas para 2020 se retrasen entre seis y dieciocho meses. En paralelo, se va a producir una caída generalizada en las valoraciones, impactadas tanto por la reducción de resultados en muchas compañías como por un reajuste de los múltiplos debido a las menores expectativas de crecimiento y mayor percepción de riesgo. De media, el impacto será negativo, pero podría producirse una fuerte dicotomía de valoración entre distintos sectores y compañías al concentrarse la liquidez existente en los activos percibidos como de mayor calidad", analiza el **Socio Director de Corpfín**.

Aunque el sector no ha modificado sus planes de inversión y desinversión a largo plazo, la situación ha obligado a replantear los calendarios. "Es muy probable que los periodos de inversión de los fondos actuales se alarguen y, por tanto, se retrasen los exits. Ha ocurrido en crisis anteriores y es normal que así sea, puesto que los fondos tardarán más en implementar los planes transformacionales en las participadas que deben producir los retornos esperados. En este sentido, una gestión acertada producirá menores impactos en las compañías y, por tanto, los exits se verían menos afectados", recuerda **López del Alcázar**. A esto se suma que "hay una alta probabilidad de que las operaciones anteriores a la pandemia que se hayan hecho a valoraciones excesivas o con excesivo apalancamiento no sean capaces alcanzar sus objetivos de retorno e incluso ni siquiera recuperar su valor inicial", opina **Olivares**. Pese a la caída de las valoraciones, los fondos no tienen previsto revisar sus retornos objetivos. "No hemos alterado la rentabilidad objetivo de nuestras inversiones. Teniendo en cuenta que se trata de una cartera relativamente joven (ninguna inversión con antigüedad superior a 4 años) tampoco creemos, abstrayéndonos por un momento de la incertidumbre en la que ahora mismo nos encontramos, que el plan de desinversión temporal se vea alterado, concluye el **Partner de Magnum**.