

→ El pasado mes de julio, Incus Capital cerraba su segundo fondo tras captar €270M. Durante 2016, la firma ha invertido unos €200M en 11 operaciones en España y Portugal. Cinco años después de su nacimiento, el fondo de crédito multiestrategia ha alcanzado los €600M bajo gestión y prevé mantener su fuerte ritmo inversor, tanto en secundario como en primario, y sus atractivos retornos.

Estanislao Carvajal, Álvaro Rivera y Alejandro Moya, Socios españoles de Incus Capital.

Imagen de Victoria Muñoz

# Incus Capital invierte €200M en 2016 y alcanza los €600M bajo gestión

**E**n 2008, tras su salida de Lehman Brothers, Andrew Newton fundó Hipoges para gestionar activos de terceros y, en 2012, fundó Incus Capital junto a Alejandro Moya. ¿Qué activos tienen ahora bajo gestión?

Estanislao Carvajal: En total, son unos €600M: €300M del primer fondo (Iberia Alternative Credit Fund), más €270M del segundo vehículo de inversión (Iberia Credit Opportunities Fund II), cerrado el pasado mes de julio, y otros €30M adicionales correspondientes a coinversiones con nuestros LPs. Además, tenemos una joint venture con Ontario Teachers' Pension Plan con un objetivo de inversión de unos €500M durante los próximos cinco años.

Álvaro Rivera: Lanzamos el primer fondo en diciembre de 2012 con €128M levantados en menos de un año entre institucionales americanos, family offices de EE.UU. y algunos inversores minoritarios de Latinoamérica y Europa. Actualmente, ya está totalmente invertido, pero el vehículo tenía ciertas limitaciones. Por ejemplo, su ticket máximo por operación era de €15M. Si una inversión rebasaba ese tamaño, invitábamos a nuestros LPs

“ Hemos hecho un gran esfuerzo en salir al mercado internacional en busca del inversor institucional último: fondos de pensiones americanos y canadienses, fondos de fondos, aseguradoras, fondos soberanos, bancos, etc ”

a coinvertir con nosotros así que, al final, acabamos invirtiendo €300M en unas 20 operaciones. El ritmo inversor fue acelerado y, a principios de 2015, ya empezamos a planificar el siguiente.

Alejandro Moya: El tamaño objetivo inicial del segundo fondo era de €250M y, al final, acabamos cerrando en €270M. Empezamos el fundraising en 2015 e hicimos un first closing en julio de 2015 con €70M. En este segundo fondo las

coinversiones con LPs también son habituales en aquellas operaciones que superan nuestro ticket máximo, situado alrededor de los €30M.

**¿En qué consiste, exactamente, su alianza con el inversor canadiense Ontario Teachers Pension Plan?**

AM: Es una alianza que firmamos en diciembre de 2015 y durante 2016 hemos hecho tres operaciones con ellos. Teachers es uno de los fondos de pensiones más reputados y sofisticados del mundo con más de \$150.000M bajo gestión. Después de hacer un due diligence muy profundo a la gestora, nos eligió como su plataforma de crédito alternativo para Iberia. Su enfoque es el mismo que el de Incus, es decir, crédito en sentido amplio asset-backed. La alianza con Teachers nos da estabilidad en términos de capital disponible para invertir. Además, sumando la co-inversión con nuestros LP's, nos permite tener acceso a operaciones más grandes.

**¿La base inversora de este segundo fondo es muy diferente a la del primero?**

Á.R: Ha cambiado bastante, porque hemos hecho un gran esfuerzo en salir al mercado internacional en busca del inversor institucional último: fondos de pensiones americanos y canadienses, fondos de fondos, aseguradoras, fondos soberanos, bancos, etc. Además, hay más presencia de inversores nacionales con mucha experiencia internacional, porque en España todavía no hay mucha cultura de inversión en crédito. En este segundo fondo hay cuatro inversores nacionales, en su mayoría family offices españoles que ya habían invertido antes en el asset class a través de gestoras internacionales.

**Como fondo multiestrategia, ¿en qué situaciones diferentes pueden entrar? ¿Cuál es su denominador común?**

Á.R: Hacemos crédito en sentido amplio, es decir, invertimos en primario y secundario, y en performing y non performing. El componente común es que siempre buscamos que haya garantía de un activo ¿Cuál puede ser? En este sentido, somos muy flexibles. Hemos hecho operaciones con colateral inmobiliario, contra derechos de crédito, con activos renovables, con garantía de acciones de participadas, maquinaria...

AM: Sólo invertimos en crédito, pero con un perfil más amplio que otros fondos de deuda que sólo hacen direct lending para empresas con un perfil determinado.

“ Somos una solución intermedia entre la banca y el private equity. Nuestra operación típica es un préstamo para situaciones especiales: un evento corporativo, una operación de M&A, etc. ”

**Para un fondo de su perfil, ¿es importante tener una oficina local, en Madrid?**

EC: Sí, nuestros clientes valoran mucho que estemos en España. Esa cercanía es muy importante. Llevamos mucho tiempo en el mercado haciendo deuda y nuestros clientes nos conocen o pueden obtener referencias nuestras fácilmente. Un valor diferencial muy importante es que los propios socios que hablamos con el cliente somos los que integramos el comité de inversión que toma las decisiones. Nos podemos reunir, cara a cara, con el cliente en cualquier momento y abordamos las negociaciones de forma muy rápida y proactiva. Además, pode-

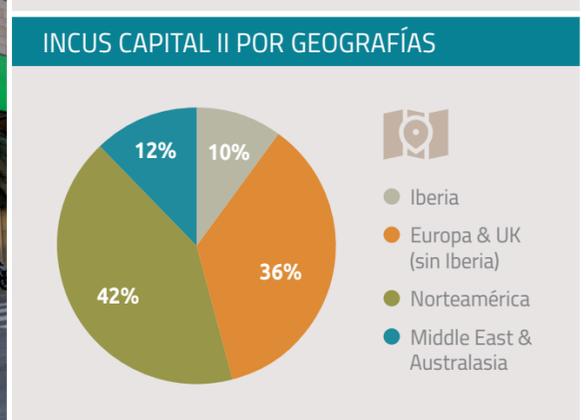
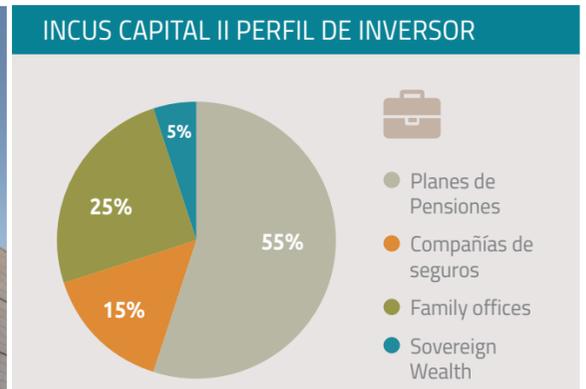
mos hacer la documentación en español y sujeta a ley española.

**Algunos de sus LPs han invertido por primera vez en España y en el propio asset class con Incus Capital, ¿cómo han logrado convencerles?**

AM: Básicamente, los LPs han mirado el track record del primer fondo, el ritmo rápido de inversión y, por supuesto, las operaciones, en activos muy interesantes y diversos. Con el segundo fondo, la prueba de concepto estaba clara. Nuestros inversores creen que la rentabilidad-riesgo en España es mejor que en otros países europeos y han considerado que nosotros medimos bien ese binomio. Por otro lado, aunque nuestro producto, el crédito, es minoritario respecto al mundo private equity, está creciendo y ganando cuota de mercado en España.

EC: Es importante también destacar que hace dos años se incorporó como socio Martin Pommier. Martin lidera toda la parte de fundraising y relación con inversores y ha sido clave para poder ampliar nuestra base de inversores institucionales por todo el mundo.

**En este segundo fundraising, ¿han notado un mayor apetito por el asset class? ¿La percepción de España ayuda?**



“ Hemos comprado dos portfolios a General Electric, uno en España y otro en Portugal, ambos performing, valorados en €35M y €100M respectivamente ”



AM: En ambos procesos de captación de capital el mercado español ha jugado a nuestro favor, pero el momento de mercado ha sido distinto. En el primero, la idea que más se vendía era el “dislocation” del mercado. Los bancos tenían muchos activos en balance y España suponía una oportunidad, por estar en un momento muy bajo del ciclo. Ahora, hay más apetito porque se cree en la recuperación del mercado. En este segundo fondo, el atractivo del mercado español se ha basado, principalmente, en el potencial de crecimiento que tiene la financiación alternativa en España frente a otros mercados europeos y/o EE.UU.

**Por la evolución del fondo y del mercado, ¿dónde han invertido más?**

EC: Hemos invertido, sobre todo, en préstamos a empresas, porque el mercado secundario estaba muy competitivo. A partir del 2013, los bancos empezaron a poner en venta carteras de gran volumen, lo que atrajo a muchos fondos extranjeros a España. En nuestra opinión, el precio de muchas de estas operaciones ha sido excesivo y las rentabilidades no van a ser muy altas. En los últimos meses vemos que hay más oportunidades en el mundo de las carteras y estamos a punto de cerrar la tercera compra de este año.

**¿Qué productos se ajustan más a sus inversiones? Supongo que entran en situaciones donde la banca no está.**

EC: Nuestra operación típica es un préstamo para situaciones especiales, ya sea un evento corporativo, un puente para la venta de activos, dividendos extraordinarios, compras entre accionistas, financiación de compra de deuda a descuento, financiar la expansión internacional, una inversión estratégica,

etc. Son situaciones complejas que requieren mayor flexibilidad por parte del financiador y una ejecución muy ágil en las que es difícil que los bancos entren.

AM: La palabra “special situations” se percibe de forma peyorativa, pero en realidad no tiene porqué haber una situación inicial negativa, sino una necesidad puntual estratégica para la compañía. Marina Vela es un buen ejemplo de situación especial

**¿Y en qué ha consistido exactamente el project finance de Marina Vela?**

EC: Se trata de una concesión a 30 años de un puerto deportivo en Barcelona. Los promotores del proyecto, un grupo de empresas mallorquinas con mucha experiencia en marinas deportivas, cerraron el contrato de construcción y empezaron las obras con capital. Cuando fueron a buscar financiación, optaron por Incus porque fuimos capaces de asegurarles solos todo el importe necesario (€28M) y de ofrecerles una estructura flexible en la que se va disponiendo de la deuda al ritmo de avance de las obras. En este proyecto estamos asumiendo riesgo de construcción y de demanda, lo que no es fácil para los bancos. Además, cerramos la operación en menos de dos meses. Nosotros estamos muy cómodos en el sector de las infraestructuras.

**Con su segundo fondo han hecho dos operaciones con GE Capital, la financiera de General Electric en la que está desinviertiendo...**

Á.R: Sí, son dos inversiones en secundario, donde como decíamos antes, estamos viendo que vuelve a haber deal flow interesante. Hemos comprado dos portfolios a General Electric, uno en España y otro en Portugal. Ambas



operaciones son performing, una con activos de leasing (equipamiento, principalmente médico), valorada en €35M, y la otra con hipotecas sobre inmuebles, valorada en €100M. Ambas cifras son valores faciales, no precio de compra.

EC: Hay que precisar que, nosotros, el equipo de inversión, no hacemos una gestión directa de los portfolios sino que delegamos el día a día en terceros, en el caso de Portugal con Hipoges, aunque nuestra filosofía es estar siempre muy encima de las operaciones.

**Para el LP, ¿cuál es el valor diferencial del crédito frente al private equity tradicional?**

EC: Para empezar, para los inversores nuestros ciclos son más cortos. La curva J es menos acusada que en el private equity, porque el LP enseguida recibe intereses y en muchas operaciones amortización de principal. La vida media de las inversiones también es in-

ferior, entre dos años y tres. Es decir, el fondo de crédito no tiene esa rentabilidad negativa inicial tan acusada.

Á.R: Además, nuestro asset class es más seguro. Nuestra rentabilidad está limitada al coste de nuestra financiación o al retorno de la cartera, pero también estamos limitando el riesgo de la inversión. Es decir, establecemos mecanismos para proteger mucho la inversión inicial.

AM: Para los clientes podríamos decir que somos una solución intermedia, entre la banca y el private equity. Somos una alternativa de financiación más cara, pero no entramos en el capital ni en el Consejo, ni exigimos una rentabilidad muy elevada, y tampoco tenemos la necesidad de desinvertir en cinco años. Una vez pagado nuestro retorno, que es limitado, todo el upside es lógicamente para el empresario que, además, no tiene que abrir su capital a un nuevo socio.

**El entorno actual, de bajos tipos, ¿hace mucho más complicado defender esas rentabilidades?**

Á.R: Sí, realmente no ayuda pero, aun así, la financiación alternativa está ganando dinamismo en España y eso es un buen síntoma. Estamos aquí para convivir con el mundo bancario. No sólo nosotros, sino los fondos de deuda españoles que han levantado capital están invirtiendo sus vehículos a buen

más minoritario pero sin duda tiene también su sitio en el mercado.

**¿Creen que podrán mantener el ritmo de inversión del primer fondo?**

Á.R: Cerrar operaciones cuesta mucho siempre pero el deal flow actual es abundante y de calidad.

EC: El reto ahora es seguir invirtiendo al mismo ritmo y con los mismos retornos. Oportunidades no faltan. Quizá, la mayor dificultad está en la originación y en la selección de las operaciones a las que dedicar tiempo. Del total de operaciones que analizamos, al final hacemos menos de un 10%.

**Con Aguas de Valencia han hecho dos operaciones, una de ellas dando entrada a un inversor institucional...**

Á.R: Sí, hicimos una primera operación en 2014 y otra con el segundo fondo, en 2016. En la primera, ayudamos a la familia Calabuig, accionista principal, a comprar la participación heredada por La Caixa en Aguas de Valencia mediante un margin loan, un préstamo a una sociedad holding por importe de €67M. El segundo deal consistió en ayudar a la misma sociedad a comprar el 33% que Suez mantenía en Aguas de Valencia. En este caso, hemos hecho un unitranche de €120M junto con un inversor institucional europeo. Al final, el coste ponderado es bastante competitivo y nuestro cliente ha alcanzado el 100% del capital. En de-



De izda. a dcha., Estanislao Carvajal, Martín Pommier, Alvaro Rivera, Andrew Newton y Alejandro Moya

ritmo. En el mercado español hay unos €700.000M de préstamos corporativos. La banca tiene una cuota de mercado altísima y, sin duda, su posición seguirá siendo dominante en aquellos productos más estandarizados. Nuestro producto es más especializado y por tanto

finitiva, nos hemos asociado con un inversor institucional dando una solución más flexible que la bancaria y a un precio muy competitivo. Además, ayudamos a la empresa a obtener un rating financiero para poder acceder a los mercados financieros, logrando un investment grade.

**Su portfolio de centros comerciales está en venta. Tengo entendido que están negociando en exclusiva con un comprador...**

AM: La operación está en curso y no podemos comentar mucho más. Es cierto que sacamos la cartera al mercado como un paquete pero no sabemos si, finalmente, los activos se venderán por separado. En general, el comprador suele ir a operaciones de volumen, pero todo depende del tipo del activo y de su riesgo implícito. Los activos, -Alcalá Magna, situado en el municipio madrileño de Alcalá de Henares; El Mirador de Cuenca, Alzamora de Alcoy (Alicante) y Los Alcores en Alcalá de Guadaíra (Sevilla)- fueron adquiridos en un momento donde el riesgo asociado a esos centros se

“ En Aguas de Valencia, nos hemos asociado con un inversor institucional dando una solución más flexible que la bancaria y a un precio bastante competitivo. Además, ayudamos a la compañía para obtener un rating financiero ”

percibía como muy elevado y, por tanto, se exigía una rentabilidad muy alta. Pero el mercado ha evolucionado y ahora la percepción del riesgo es menor. Y, por supuesto, la gestión realizada ha minimizado dicho riesgo.

Á.R: Compramos en subastas en las que nuestras ofertas fueron las más elevadas. En julio de 2013 compramos tres centros a los fondos inmobiliarios de Morgan Stanley y, en julio de 2014, adquirimos Alcalá Magna a CBRE Global Investor. Han sido tres años en los que hemos realizado una gestión muy activa del portfolio, invirtiendo capital y estando muy encima de la cuenta de resultados, tanto por el lado de los ingresos como de los gastos, siendo muy eficiente en costes y creando sinergias entre los cuatro centros comerciales. En la primera operación, la de los centros de Morgan Stanley, entramos por la deuda, y llegamos a un acuerdo con el equity para acabar quedándonos con el activo. La segunda, fue una operación más clásica de Private Equity Real Estate (PERE).