

EXPANSIÓN INICIA HOY UNA SERIE DE CUATRO ARTÍCULOS ELABORADOS POR EL GRUPO DE TRANSACCIONES DE PRICEWATERHOUSECOOPERS, QUE TRATAN DE ANALIZAR LAS OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO INORGÁNICO EN EL MARCO ECONÓMICO, UN ENTORNO DE AMENAZAS PERO TAMBIÉN DE OPORTUNIDADES.

Transacciones: 2010, el año del cambio de tendencia



OPINIÓN
Malcolm Lloyd

La crisis económica y financiera de los principales mercados ha causado estragos en la actividad de fusiones y adquisiciones, tanto a nivel nacional, como internacional. Así lo indican las cifras registradas en 2009, año en el que el valor de las transacciones en el mundo descendió un 30% respecto a 2008, registrando el nivel más bajo desde 2004. En Europa, el desplome de la actividad fue aún mayor, con un descenso del 45% en 2009, una bajada hasta niveles no vistos desde 2003.

Los principales factores detrás de este descenso fueron la falta de acceso a la liquidez y la incertidumbre sobre los futuros resultados de las compañías. Factor que abrió una brecha importante entre las expectativas de precio de potenciales vendedores y las valoraciones más conservadoras de potenciales compradores. Ambas circunstancias han mejorado en los últimos dos trimestres y empiezan a notarse.

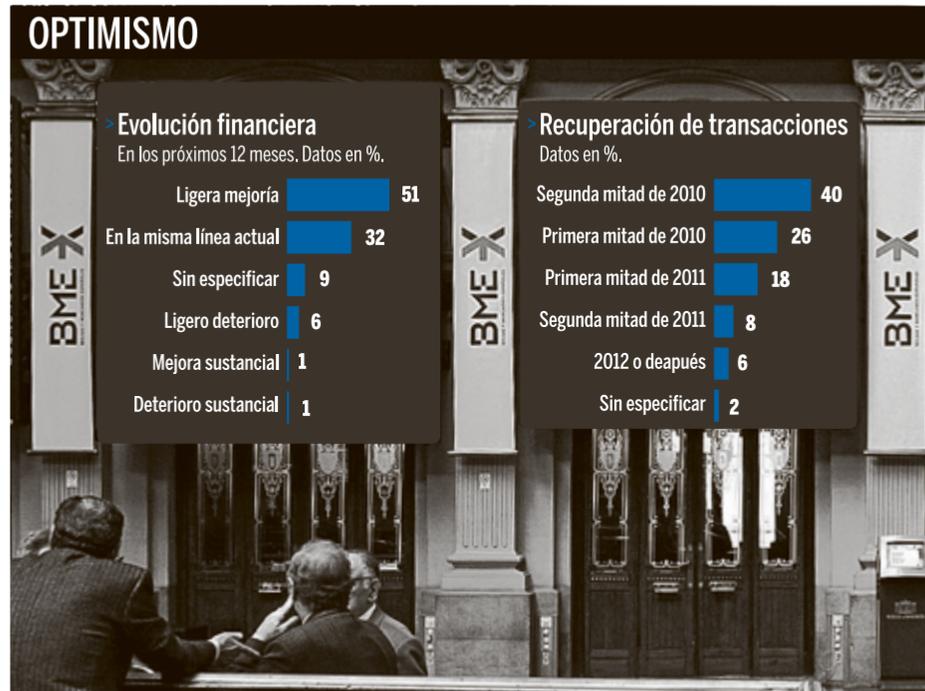
Pero la actividad de adquisiciones vuelve con unas características marcadamente distintas que aquel mercado del boom, empujado por el exceso de liquidez y de confianza en el crecimiento sostenido, que existía antes de 2007. Todo es diferente en el mercado actual: los vendedores, los compradores y, sobre todo, la lógica empresarial detrás de las transacciones.

Operaciones corporativas

Los vendedores en el ámbito corporativo están centrando sus operaciones en las actividades principales, enfocando sus recursos financieros y de gestión en actividades y/o geografías donde tienen más ventaja competitiva y desinviertiendo en activos no estratégicos. Un ejemplo es la venta de los activos de Puleva por parte de Ebro, en cuyo proceso de venta se posicionaron tanto compradores nacionales como internacionales y que ha sido adjudicada al grupo francés Lactalis. A veces, la presión para estas ventas viene desde los bancos acreedores del grupo (SOS o Sacyr). Y otras, desde accionistas, como en el caso de Repsol.

En este contexto, existen oportunidades de compra para aquellas corporaciones saneadas que quieran crecer vía adquisiciones, aprovechando la debilidad de sus competidores y la menor valoración de los activos en venta. En este caso se enmarcan las operaciones realizadas por Telefónica (compra de Hansenet en Alemania y potencial adquisición de China Mobile), así como las recientes y en curso del Grupo Santander.

Otros movimientos corporativos se producen como resultado de las operaciones realizadas en años anteriores. Hay casos directos, como la venta por parte de Gas Natural de su negocio de distribución de gas en Madrid, por requerimiento de las autoridades de la Competencia. Y también indirectos, como la venta de activos para reducir apalancamiento asumido como consecuencia de una operación anterior. Por ejemplo, la venta de Endesa Gas por parte de Enel, anunciada después de la operación de Gas Natural. Estas operaciones, junto con la de Itinere del año pasado, demuestran el creciente interés de fondos de infraestructuras en el mercado español. Un mercado históricamente



Fuente: PwC

Expansión

dominado por los grandes grupos de construcción locales.

Otra fuente de operaciones vendrá dada por la necesidad de incorporar socios para financiar inversiones que antes de la crisis eran susceptibles de financiación bancaria, pero ahora necesitan fondos propios adicionales. Estas oportunidades pueden surgir en compañías privadas (como la "invitación" publicada por parte de FCC de dar entrada a un socio financiero en su actividad de renovables), o en el sector público, con la privatización del Canal de Isabel II por la Comunidad de Madrid (sacar a bolsa el 49% del capital).

En el escenario actual, una de las cuestiones que más preocupan es la financiación de las adquisiciones. La financiación apalancada sindicada durante 2009 se situó en el nivel más bajo de los últimos 10 años, aunque se aprecian signos alentadores de recuperación.

Esta situación se ha mitigado algo con un incremento en el volumen de transacciones que

Fusiones y adquisiciones

- La mejora de escenario económico internacional, unida a la paulatina recuperación de los balances de los bancos, está reactivando progresivamente la financiación bancaria para operaciones de M&A.
- En las transacciones corporativas, se está empezando a detectar la combinación de estructuras de bonos y financiación bancaria, una tendencia que podría ir en aumento si la liquidez de las entidades financieras no puede satisfacer la demanda.
- En España, las firmas de capital riesgo tienen más de 5.000 millones de euros para invertir y muchas llevan dos años o más sin realizar operaciones, por lo que existe un gran apetito inversor.
- Todo es diferente en el mercado actual de fusiones y adquisiciones: los vendedores, los compradores y, sobre todo, la lógica empresarial detrás de las transacciones.

se pagan parte en metálico y parte en acciones del comprador (adquisición de Cadbury por parte de Kraft), pero la escasez de deuda para financiar adquisiciones está frenando muchas operaciones. La liquidez del mercado está mejorando y se aprecia un mayor número de transacciones anunciadas debido a la mejora del escenario macroeconómico internacional y a la paulatina recuperación de los balances de los bancos.

En las transacciones corporativas, se está empezando a ver la combinación de estructuras de bonos y financiación bancaria, tradicionalmente poco común en el segmento de mercado medio, pero que podría ser una tendencia en aumento si la liquidez bancaria no llegara a satisfacer la demanda.

Capital riesgo

Si la financiación bancaria es importante para el mercado de transacciones, la actividad de los fondos de capital riesgo es aún más determinante para conseguir dinamizarlas. No cabe duda que la crisis ha tenido un impacto fundamental en su operativa, lo cual ha contribuido a un retraimiento de su actividad en 2009, aunque se vislumbran signos de recuperación en los principales mercados. Un buen ejemplo en España ha sido el paquete sustancial de deuda levantada por Morgan Stanley Infrastructure Fund para comprar los activos de Gas Natural.

El endeudamiento total en transacciones de capital riesgo parece haberse estabilizado en niveles similares a los del pre-boom, es decir, en múltiplos cercanos a 4 veces el ebitda, de los cuales unas 3 veces el ebitda sería el componente de deuda senior. Mientras, siempre habrá operaciones que admitan más deuda como, por ejemplo, las protagonizadas por fondos de infraestructuras.

No creemos probable un aumento en estos múltiplos de deuda en el corto plazo. Al mismo tiempo, los márgenes de la deuda senior se han estabilizado a niveles muy por encima de los del boom y, si bien el mercado no va a aceptar un aumento en el nivel de apalancamiento, es realista pensar en una mejora gradual en las condiciones de los márgenes de la financiación.

En España, los fondos tienen mucha liquidez disponible para invertir, alrededor de

5.000 millones de euros y muchos llevan dos años o más sin realizar adquisiciones, por lo que existe un fuerte apetito inversor. La recientemente anunciada entrada de CVC en la gallega R es una excelente noticia para el mercado.

Salidas a bolsa

Por el lado de salidas, la crisis ha obligado a muchos fondos a mantener sus participadas en cartera más tiempo de lo previsto y en cuanto consideren que haya un mercado razonable de compradores para un activo, van a aprovecharlo. En cuanto a las vías de salida, se prevé que la venta a otro fondo (las denominadas *secondary buy outs*), va a perder protagonismo frente a las ventas a grupos corporativos y las salidas a bolsa, ya sea al mercado continuo o al Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Como anticipábamos al comienzo del artículo, el sector financiero, el de energías renovables y el MAB son tres claves que pueden presentar buenas oportunidades de negocio y que analizaremos a fondo lo largo de esta semana.

El sector financiero está especialmente activo, con los movimientos protagonizando por las cajas de ahorros en el contexto de su reorganización sectorial. Pronto empezarán a culminarse procesos de reestructuración y consolidación, dentro o fuera de los términos del Frob. No obstante, la reestructuración del sector es un fenómeno global y existen oportunidades en otros mercados.

En EEUU, hay más de 100 bancos intervenidos, lo que supone una oportunidad para entidades que quieran crecer vía adquisiciones. También se espera que muchas entidades se desprendan de sus carteras industriales para simplificar su gestión y mejorar su solvencia.

El segmento de energías renovables está siendo muy activo y continuaremos viendo operaciones corporativas y de activos muy interesantes. La directiva europea sobre el fomento del uso de energía procedente de fuentes renovables exige realizar en los próximos diez años un esfuerzo inversor muy importante. La inversión en este tipo de energía presenta oportunidades con un perfil riesgo-retorno atractivo en cada vez más países.

En cuanto al protagonismo de OPV, varios fondos de capital riesgo tienen planes de sacar a bolsa algunas de sus participadas. Es el caso en España de Amadeus o Telepizza, entre otras, tal y como se han hecho eco distintos medios. Por otra parte, el MAB se plantea como una alternativa interesante al mercado tradicional. Se trata de un mercado secundario menos complejo que el tradicional, donde los requisitos de acceso y permanencia son menos estrictos y costosos, y constituye no sólo una vía de financiación pero también una ruta hacia el mejor reconocimiento público de su compañía. Ya hay un buen número de compañías interesadas en este mercado.

Por todo lo anterior, es razonable concluir que el flujo de operaciones se va a incrementar en los próximos meses, especialmente en el segmento mediano de las operaciones, con lo cual 2010 se plantea como el año en el que se producirá un cambio de tendencia en la actividad de transacciones.

Socio responsable de Transacciones y Private Equity de PricewaterhouseCoopers

Mañana:

El sector financiero, buenas oportunidades en río revuelto