

“LA PRESIÓN DE LOS VENDEDORES VS. LA PRUDENCIA DE LOS COMPRADORES MARCAN LOS PROCESOS DE COMPRAVENTA”

Entrevista a Francisco Aldavero,
Socio del Departamento M&A/Private Equity
Araoz & Rueda

Tras una etapa en la que parecía que la mayoría de las firmas de *private equity* habían dejado de hacer operaciones en minoría, lo cierto es que se está recobrando el interés por este tipo de operaciones.

¿Han notado cambios significativos en el deal flow? ¿Están viendo más operaciones de compraventa frustradas?

El número de operaciones en estos primeros meses del año ha sido inferior al esperado, pese a la antigüedad de la cartera de participadas de un gran número de firmas de capital riesgo y el apetito inversor que aún existe en fondos con recursos disponibles para nuevas operaciones. No obstante, el número de operaciones en marcha en las que estamos trabajando, en relación fundamentalmente con compañías de mid-market, me hace ser optimista en cuanto a lo que puede ser la evolución del segundo semestre. Por lo que se refiere a operaciones que finalmente no llegan a buen puerto, es cierto que en los últimos tiempos el porcentaje de transacciones frustradas ha crecido considerablemente. Los compradores tienen cada vez menos flexibilidad a la hora de aceptar modificaciones en sus condiciones de inversión y se muestran especialmente sensibles ante cualquier incidencia o desviación negativa en la evolución del activo con carácter previo al cierre. Esto hace que se intensifiquen los trabajos de *due diligence*, se alarguen los procesos con verificaciones adicionales – lo que, en ocasiones, conlleva una modificación de los términos de la inversión-, y aumente el número de operaciones frustradas. Un comentario habitual por parte de los clientes es que un porcentaje cada vez mayor de operaciones que inicialmente se presentan como proyectos en los que se pretende financiar una expansión internacional o la puesta en marcha de nuevas áreas de negocio persiguen, a la postre, solucionar problemas de liquidez o evitar situaciones de insolvencia. Sin embargo, la falta de financiación bancaria que vienen sufriendo las empresas durante estos últimos años está permitiendo que empresas rentables y saneadas den entrada al capital riesgo para financiar proyectos que en años anteriores se habrían disputado los bancos. Tras una etapa en la que parecía que la mayoría de las firmas de *private equity* habían dejado de hacer operaciones en minoría, lo cierto es que se está recobrando el interés por este tipo de operaciones, tan de moda a finales de los noventa. Pero sin duda, las grandes perjudicadas de esta sequía de financiación bancaria son las operaciones de adquisición apalancadas. Es cierto que la presión que existe en el lado vendedor permite que pueda recurrirse a fórmulas imaginativas para suplir esa carencia

“La complejidad del entorno económico y jurídico en el que actualmente se desenvuelven las participadas y la necesidad de anticipar posibles problemas legales exige un asesoramiento jurídico decididamente proactivo”

de deuda bancaria (*vendor loans, earn-outs, etc.*), pero aún así, no siempre resulta posible que el proceso culmine con éxito, pues los bancos financiadores suelen establecer limitaciones a los pagos a vendedores que éstos no siempre están dispuestos a asumir. Por lo demás, hay que esperar que el esfuerzo que un número importante de fondos y sociedades de capital riesgo han estado haciendo en los últimos años para fortalecer la situación de sus participadas anime el mercado de desinversiones en el corto y medio plazo.

Recientemente, ¿están participando activamente en LBOs?

Sí, hemos cerrado algunas operaciones apalancadas en el primer trimestre, si bien se ha reducido los múltiplos de EBITDA que los bancos están dispuestos a financiar, las condiciones económicas se han encarecido notablemente respecto a lo que nuestros clientes estaban acostumbrados (tanto en términos de márgenes como comisiones) y se han endurecido sensiblemente los *covenants*, las obligaciones de las financiadas y las garantías.

En las circunstancias actuales, ¿cuándo se pueden hacer financiaciones estructuradas?

En general, el modelo de crecimiento basado exclusivamente en endeudamiento está sujeto a revisión por la propia dinámica del mercado. Hace tiempo que los bancos cerraron el grifo de la financiación de forma bastante generalizada en la mayoría de los sectores y actualmente están más centrados en reestructuraciones de deuda y en dedicar sus recursos a otras prioridades. Las expectativas de éxito de una operación de compra en la que se precise la obtención de financiación bancaria son realmente bajas y suponen, para el comprador, una desventaja competitiva frente a industriales u otros interesados que no requieran financiación ajena. Y ello, por la propia incertidumbre de que finalmente pueda conseguir la financiación precisa y, si intervienen diversas entidades, por la complejidad y lentitud que ello conlleva, ya que lo más probable es que no haya un único interlocutor. Por su parte, el RD-Ley 12/2012, de 30 de marzo, no parece que vaya a contribuir a que mejoren las perspectivas para este tipo de operaciones.

¿Están asesorando proactivamente a sus clientes de private equity para prevenir, en la medida de lo posible, los efectos de la crisis en sus carteras?

Así es. Antes, las carteras de participadas demandaban menos intervención de asesores externos, y lo habitual era que el seguimiento de la inversión, desde el punto de vista del abogado del inversor, fuera esporádico hasta el momento de la desinversión. En la actualidad, la intervención del abogado no se limita a la inversión y desinversión, sino que, por lo general, es continua durante toda la vida del proyecto, y no me refiero únicamente a las compañías que están en procesos de reestructuración de la deuda de adquisición. Ahora las relaciones entre socios o entre la propiedad y el equipo directivo suelen ser más difíciles, se monitoriza más activamente la posible existencia de reclamaciones derivadas de la compraventa y se ha incrementado notablemente el número de reclamaciones con base en las manifestaciones y garantías de los vendedores. La complejidad del entorno económico y jurídico en el que actualmente se desenvuelven las participadas y la necesidad de anticipar posibles problemas legales exige un asesoramiento jurídico decididamente proactivo. Anteriormente, el número de demandas interpuestas tras el cierre de una operación con base en las manifestaciones y garantías dadas por los vendedores como consecuencia de la materialización de contingencias o el afloramiento de pasivos ocultos era relativamente bajo. Ahora, tras el cierre de la operación, cada vez es más frecuente que el comprador lleve a cabo un proceso de confirmación del resultado del due diligence para gestionar y, en su caso, acelerar en la medida de lo posible una eventual reclamación.

Intervienen en complejas operaciones de toda índole pero, ¿en qué tipo de transacciones están interviniendo más?

Actualmente estamos asesorando operaciones propietarias de mid-market, en las que hay un componente tecnológico o de expansión internacional importante. Por lo general, las firmas de capital riesgo tienden a centrarse en operaciones propietarias en las que puedan analizar la calidad del activo sin la presión propia de un proceso competitivo. En cualquier caso, el modelo de proceso no parece ser determinante para el éxito de una operación pues, como decía antes, tanto en las operaciones propietarias como en las que existe abierto un proceso de subasta, el número de operaciones frustradas es superior al de años anteriores. Por otra parte, creemos que en la segunda mitad de año se reactivará el mercado de desinversiones. No debemos olvidar que las firmas de private equity necesitan desinvertir y que un número importante de empresas participadas actualmente por el capital riesgo supera los cinco años de antigüedad.

¿Cómo está viendo el número y volumen de desinversiones, especialmente difíciles en el entorno actual?

Se están desarrollando mucho más lentamente de lo deseable y con muchas más dificultades. Los obstáculos que debe salvar el vendedor son mayores, no solo en el nivel del activo, ya que las valoraciones son mucho menos atractivas incluso en empresas con un buen comportamiento, sino también por la falta de financiación y la incertidumbre en cuanto a que el comprador pueda llevar adelante la operación si no tiene el 100% de los recursos garantizados. Estos factores están ralentizando los procesos.

¿Hasta qué punto los precios están determinando el éxito final de las operaciones?

En los tiempos actuales, es muy probable que un comprador revise más de una vez a la baja el precio durante el proceso e, incluso, que decida suspender temporalmente el proceso si cree que aún tiene recorrido a la baja y que puede retomarlo después de un tiempo en condiciones mucho más interesantes. Esto genera mucha incertidumbre para el vendedor pues, aunque no haya razones objetivas que justifiquen la merma de valor, no puede tener un proceso de venta abierto indefinidamente, pues termina afectando a la gestión de la compañía y al propio valor del activo. En los últimos meses, varias operaciones de venta se han acabado frustrando por causas que hace tres o cuatro años no hubiesen representado ningún obstáculo insalvable.
