

## Los corporates pisan el acelerador de las desinversiones para obtener liquidez



Pascal Vieilledent, CEO de Anquor Corporate Finance; Marcus Saxby, Banquero de Banca de Inversión de Citi; Sharon Izaguirre, Socia Responsable de Corporate-M&A en Deloitte Legal y José Antonio Sánchez-Dafos, Socio de Corporate en Latham&Watkins.

**El apetito inversor, la liquidez existente y, en general, las valoraciones atractivas de los últimos años, han dibujado el mejor escenario para que los corporates acometerían grandes procesos de desinversión. Naturgy, Iberdrola, Telefónica, Sacyr, Ferrovial, ACS, Santander o Sabadell son solo algunos ejemplos, pero lo cierto es que la lista de industriales españoles que han centrado sus esfuerzos en rotar cartera o preparan el lanzamiento de nuevos procesos de venta es interminable. La necesidad de liquidez derivada del Covid-19 impulsará a las compañías a hacer caja con la venta de nuevos negocios no estratégicos.**

Los corporates españoles han colgado el cartel de "se vende". En los últimos ejercicios, las grandes compañías industriales han estado inmersas en ambiciosos procesos de desinversión animados por el apetito de inversores internacionales y fondos de private equity y las valoraciones atractivas que muchos activos han alcanzado en el mercado, en ocasiones, muy por encima de su valor en libros. En palabras de **Marcus Saxby, Banquero de Banca de Inversión de Citi**, "a lo largo de los últimos cinco o siete años ha habido una serie de procesos de desinversión liderados por los grandes industriales españoles con desinversiones anuales de entre €10.000M y €15.000M, una tendencia que ha sido relativamente estable, aunque cada vez más atractiva por el gran apetito inversor existente, la liquidez y el incremento que se ha ido viendo en las valoraciones desde la crisis". Sin duda, las buenas condiciones del mercado y el momento alto de ciclo han dibujado un escenario propicio para la desinversión en un mercado en el que el vendedor ha marcado el paso. Lo cierto es que no se trata de una estrategia exclusiva ni puntual de los corporates nacionales, también fondos de private equity y grandes compañías internacionales han aprovechado la ventana de oportunidad que se ha abierto durante varios ejercicios para revisar sus estrategias y examinar sus carteras, poniendo en venta aquellos activos non core con los que maximizar retornos en un entorno global cada vez más

complejo. "Se trata de una tendencia que ha visto su reflejo también en Europa y particularmente en un mercado como el inglés, donde, en los últimos dos años, los "carve-outs" han jugado un papel fundamental. Todas estas grandes compañías han querido centrarse en sus negocios core y en sus mercados más eficientes y han iniciado múltiples procesos de desinversión, además en muchos casos con el fin de reducir la deuda en sus balances", indica **José Antonio Sánchez-Dafos, Socio de Corporate en Latham&Watkins**.

### BACK TO THE BASICS

En general, la subida de las valoraciones en España en los últimos cinco años ha multiplicado el número de procesos de desinversión iniciados por las grandes compañías españolas, pero sería muy simplista pensar que este tipo de empresas reestructuran sus carteras en base únicamente al precio al que pueden vender sus activos. De hecho, rotar cartera es una tendencia natural de los grandes corporates. Dentro de sus diferentes estrategias de crecimiento y enfoques de negocio, es habitual que, a medida que avanzan y evolucionan ciertos activos, dejen de ser estratégicos por no cumplir con las

pautas marcadas o porque llegan a una fase de maduración en la que la compañía puede no ser el mejor promotor del crecimiento a futuro de ese negocio. Según **Citi**, habitualmente las desinversiones de los industriales responden a cuatro estrategias principales: la falta de encaje del negocio en el plan estratégico de la compañía a medida que ésta evoluciona y, por tanto, busca la venta de esos activos non core; la apertura de nuevas vías de crecimiento de la mano de un nuevo socio que permita desarrollar una división o filial de manera más independiente; la oportunidad de dar visibilidad al valor de un activo no reconocido en el mercado y la necesidad de desapalancar o desconsolidar la compañía. En el caso de los carve-outs, en la anterior oleada de este tipo de operaciones en España, durante la crisis financiera de 2008, la principal motivación de las desinversiones de los industriales era financiarse y captar recursos en un entorno general de sequía crediticia. Sin embargo, estas estrategias sufrieron cambios importantes a partir de 2014. Hasta ese momento, los vendedores tenían importantes necesidades de liquidez y desapalancamiento, por lo que querían cerrar rápidamente los procesos, tenían cierta urgencia, mientras que, tras el inicio de la recuperación española, los resultados iban mejorando trimestre a trimestre, las expectativas de crecimiento eran mucho más altas, la elevada liquidez del mercado derivada de la vuelta de la financiación bancaria y la llegada de los fondos de deuda a nuestro país y el fuerte apetito de los private equities, permitieron cambiar el foco y dieron más margen a las desinversiones, llegando incluso a permitir cierto arbitraje en las valoraciones. El objetivo era entonces adaptarse a un mercado en transformación, por lo que los corporates se centraron en hacer caja con la venta de negocios no estratégicos o activos y filiales poco rentables con el objetivo de reducir deuda, centrarse en sus negocios core o simplemente redefinir estrategias de cara al futuro. Otros han tomado la decisión de rotar activos al llegar a ciertos niveles de maduración donde se hacen más atractivos para otro potencial dueño con costes de capital más bajos y, por tanto, pueden obtener unas valoraciones atractivas en su venta e, incluso, se puede dar la combinación con otros socios industriales o financieros para potenciar el crecimiento de estos negocios en los que han desinvertido parcialmente para darle mayor independencia. “En los últimos tres o cuatro años, el enfoque ha sido eminentemente estratégico, siendo muy relevante en el sector financiero donde prácticamente todos los players han puesto en marcha programas de desinversión de negocios non core para centrarse en la actividad puramente bancaria y para reforzar capital a medida que se han ido elevando las exigencias a la banca. Estas desinversiones han incluido ventas de carteras de NPLs/REOs todavía en sus balances, participaciones en plataformas de gestión de activos, ventas de los negocios de custodia o depositaría de activos financieros, así como una externalización general de aquellas actividades no puramente bancarias”, comenta **Saxby**. Lo cierto es que bancos como Santander, BBVA, Sabadell, Bankia o CaixaBank han sido de los más activos en desinversiones, lo que les han permitido reforzar su solvencia y aligerar sus balances, pero también han sido intensos los planes de rotación de activos acometidos por

constructoras, energéticas y compañías de infraestructuras o telecomunicaciones. El **Socio de Latham&Watkins** recuerda que “las grandes compañías de infraestructuras o construcción son un candidato evidente a este tipo de movimientos, sobre todo, porque generalmente dentro de su balance tienen negocios muy diversos, para prestarse apoyo entre sus líneas de negocio. Esto mismo es predicable de todas las grandes compañías, donde negocios de call center, consultoría, recursos humanos, y cualquiera de apoyo a su actividad principal pueden ser fácilmente vendidos y sustituidos por outsourcing. Además de las grandes constructoras, las operadoras de telecomunicaciones y energéticas son ejemplos de lo anterior pero también pueden acceder a ventas de activos como torres, que son activos sólidos y atractivos por tener fuertes flujos de caja garantizados. Los bancos también históricamente han propiciado estas operaciones con las clásicas ventas de servicers, tasadoras y otras actividades de apoyo”.

“ **A lo largo de los últimos cinco o siete años ha habido una serie de procesos de desinversión liderados por los grandes industriales españoles con desinversiones anuales de entre €10.000M y €15.000M** ”

A pesar de todo, los expertos señalan que estas desinversiones no se han limitado únicamente a sectores concretos ni negocios exclusivamente non core. Corporates de prácticamente todas las industrias han decidido reorganizar su presencia fuera de nuestras fronteras, focalizándose en ciertas geografías core y poniendo en venta las filiales internacionales localizadas en regiones menos atractivas. Para **Sánchez-Dafos**, “los mercados internacionales ofrecen rentabilidades muy diversas y es complejo en ocasiones conseguir una gestión homogénea o con sinergias en los negocios. Es un tema de ciclos, las grandes compañías españolas, al agotar el mercado español en cuanto a su capacidad de expansión, apostaron por todos los mercados internacionales que pudieron y ahora ya saben cuáles son sus mercados insignias o más rentables, y son en esos donde se quieren centrar para no tener que subvencionarlos. En realidad, esto se debe a la presión de los accionistas de estas grandes sociedades cotizadas a mejorar el retorno, reduciendo deuda y mercados deficitarios. El famoso “shareholders activism” está siendo un detonante claro”.

## EL IMPACTO DEL COVID-19

La interminable lista de procesos de desinversión de corporate españoles en marcha hacía indicar hace sólo unos meses que 2020 pasaría a la historia como uno de los grandes ejercicios

en los que a ventas se refiere. Sin embargo, la llegada del Covid-19 ha paralizado el mercado de M&A. Aunque las operaciones no se han cancelado, su impacto en la industria del M&A es innegable. Inicialmente, la mayor parte de los players decidieron ser cautelosos y aguardar, impacientes, la evolución de una crisis no esperada para retomar las operaciones que tenía en marcha. Según **Pascal Vieilledent, CEO de Anquor Corporate Finance**, sigue habiendo procesos activos, pero también ha habido que ayudar a la cartera existente, en todo lo que se refiere a la optimización de la gestión de la tesorería, la adaptación al Covid-19 y la estrategia a seguir para retomar la actividad post Covid. En cualquier caso, invita a diferenciar varios mercados. Por un lado, aquellos donde la actividad está siguiendo su curso con cierta normalidad, como la alimentación (industria y gran distribución), la salud y la logística de gran distribución, por otro, los mercados ligados a la tecnología, a las comunicaciones y la logística de la última milla, que están creciendo debido al incremento del teletrabajo y de las entregas domiciliarias de productos de primera necesidad (alimentación) y de ocio (bienes de consumo comprados on-line). “En ambos, se han seguido haciendo transacciones, pero hay un tercer segmento que ha sufrido un retroceso sin precedentes, cuando la parte final de la cadena (el punto de venta) ha permanecido cerrado (por ejemplo, sectores como automoción o moda), así como los relacionados con la restauración, el ocio, los viajes y el turismo. Aquí, hay operaciones distressed, pero aún a la espera de saber como será la “nueva normalidad” de cada mercado”. “El M&A ya se está retomando tras algunas semanas de stand by, si bien el ritmo sigue ralentizado, salvo oportunidades puntuales. Lo estamos viendo tanto del lado vendedor, como del lado comprador. Sigue habiendo interés por España. Hay procesos que estaban en marcha antes del Covid-19 que ahora se han visto reforzados por la actividad de las compañías. Las oportunidades podrán ser variadas y se producirán en muy diversos ámbitos cuando se tenga más visibilidad sobre las proyecciones que sirven de base. Ante la incertidumbre se está produciendo un ejercicio de cautela o solución. El elemento caja es clave en la toma de decisiones a este respecto y, a diferencia de la crisis anterior, las fórmulas a las que acudir son más variadas y las que pudieran ser consideradas como alternativas están más consolidadas”, afirma **Sharon Izaguirre, Socia Responsable de Corporate-M&A en Deloitte Legal**. Y es que la extrema incertidumbre que rodea a la pandemia no ayuda a vislumbrar como evolucionará el mercado en los próximos meses. “A todo esto se une un factor adicional, la incógnita de cuando se producirá el punto de inflexión del mercado, cuyo plazo y velocidad dependen de la fecha en la que se disponga de una nueva vacuna”, predice **Vieilledent**. De la duración de la crisis y su forma (V, U o L) dependerá que las revisiones estratégicas de los corporates sean más o menos drásticas. “Según la percepción del mercado post-crisis que tenga, una compañía puede centrarse en su core business, tomar decisiones para consolidar el mercado o, por el contrario, desinvertir, todas estas orientaciones conllevarán operaciones de M&A. Conforme vayamos volviendo a la nueva normali-

dad, habrá una concentración acelerada en los sectores más afectados por la crisis y, por lo tanto, desinversiones. Lo más probable es que haya más fusiones de lo habitual, dado que son necesarias en los mercados cuyo tamaño puede haberse reducido significativamente y durante un largo plazo. En las compañías más afectadas, para las que ahora mismo hay muy pocos compradores, hay que mantener los activos no estratégicos en los balances y ayudar a las participadas a capear la crisis esperando la salida del túnel, utilizando las herramientas que se han puesto a disposición de las participadas para reducir el cash burning: ERTEs, créditos blandos y aplazamiento de impuestos”, indica el **CEO de Anquor**. Todo puede cambiar en los próximos meses, por lo que el abanico de potenciales operaciones se ampliará. Desde empresas que necesiten mejoras operativas o financieras, pasando por desinversiones estratégicas de grandes grupos, compras de deuda e incluso inversiones en compañías en concurso de acreedores. “El Covid-19 puede influir en decisiones de cartera. Lo que sí parece evidente es que el impacto variará en función del sector del que se trate. La esencialidad de determinados sectores, la necesidad de otros, las razones o estrategias de desinversión e incluso cuestiones de liquidez, tendrán su impacto en los movimientos que podremos ver en los próximos meses”, apunta la **Socia de Deloitte**.

“ **En el caso de los carve-outs, en la anterior oleada de este tipo de operaciones en España, durante la crisis financiera de 2008, la principal motivación de las desinversiones de las compañías era financiarse y captar recursos en un entorno general de sequía crediticia** ”

## ¿OLEADA DE DESINVERSIONES?

De cara a los próximos meses, la crisis derivada del Covid-19, por tanto, podría impulsar el nacimiento de nuevos procesos. “Posiblemente sea una tendencia que se acentúe aún más en una situación post Covid-19, por hacerse más patentes esas necesidades de centrarse en los negocios más rentables, por un lado, y para dar cabida a la demanda de inversión de los fondos, pero aún es pronto para hablar de una oleada de desinversiones. Habrá que esperar a ver los efectos de la pandemia sobre todos los negocios y sus perspectivas, antes de que los compradores estén preparados a ofrecer un precio concreto, en la mayoría de los casos, pero va a ser una fuente de operaciones sin duda. Hubo ciertos procesos que se paralizaron por el outbreak, por no saber el impacto en mercados extranjeros, y que posiblemente se reactiven

poco a poco, con las correcciones necesarias en valoración. Por otro lado, los bancos juegan un papel fundamental, en la medida que los mercados de crédito o de bonos empiecen a estar más activos, los inversores tendrán mayor facilidad a la hora de invertir”, indica **Sánchez-Dafos**, que recuerda que “los grandes corporates no están dispuestos a vender a cualquier precio y, si bien siguen estando muy interesados, tienen que prestar atención a todo lo anterior antes de lanzar procesos con valoraciones inciertas. Dicho esto, es muy probable que el sector de turismo y transporte, desde líneas aéreas hasta hoteles, aumenten en sus operaciones de M&A para garantizar su supervivencia, porque han sido los grandes afectados en esta crisis, y en muchos casos serán operaciones de distressed”. En cualquier caso, las desinversiones no estratégicas seguirán en el punto de mira de los industriales españoles, según **Saxby**. “Consideramos que siempre hay activos en los balances de las compañías que se consideran non core, no es un activo estático, sino que evoluciona con el tiempo. Un activo que hoy es core puede dejar de serlo a medida que evoluciona el mundo y los corporates ajustan sus planes estratégicos. Para nosotros, es un fenómeno recurrente que se mantendrá y que se suele ver reforzado en momentos de crisis, pero también en entornos de crecimiento por el apetito inversor y, sobre todo, por la liquidez. Por definición los activos non core serán vendidos en algún momento. Lo que trae el Covid-19 es, dependiendo de la resiliencia de la empresa, una mayor necesidad de realización de caja por parte de ciertas empresas más impactadas o menos preparadas para hacer frente a un contexto de incertidumbre”, expone el **Banquero de Citi**.

“ **En las compañías más afectadas, para las que ahora mismo hay muy pocos compradores, hay que mantener los activos no estratégicos en los balances y ayudar a las participadas a capear la crisis esperando la salida del túnel** ”

A este tipo de movimientos estarán muy atentos en los próximos meses los fondos de private equity nacionales e internacionales. El capital riesgo siempre ha seguido muy de cerca las desinversiones de activos non core de los corporates y de la banca con las que, en general, ha obtenido buenos retornos. Esas ventas de grupos industriales han brindado importantes oportunidades al sector, fundamentalmente en forma de carve-outs o spin offs. Para **Saxby**, “los private equity han sido claramente uno de los principales candidatos en las desinversiones que se han llevado a cabo en los últimos años y lo seguirán siendo por la elevada profesionalización del sector, la capacidad y experiencia que tienen para crecer y revalorizar estos activos, así como la abundante liquidez que hay entre sus fondos”. Aunque recuerda que “todavía queda por ver la

necesidad de venta que puedan tener los corporates ya que, en general, en esta crisis, se encuentran en una situación financiera más holgada y, aunque habrá algunos procesos de desinversión motivados por necesidades de desapalancamiento, la mayoría seguirán respondiendo al encaje de estos negocios en sus nuevos planes estratégicos”. Por su parte, **Izaguirre** no duda de que los futuros procesos de desinversión derivados del Covid-19 supondrán una ventana de oportunidad para el capital riesgo en los próximos meses: “Estos procesos pueden suponer la entrada de private equities en sectores en los que tradicionalmente operaban preferentemente los industriales. En cualquier caso, lo que parece deducirse es que, al menos, los fondos se lo están planteando”.

“ **El capital riesgo siempre ha seguido muy de cerca las desinversiones de activos non core de los corporates y de la banca con las que, en general, ha obtenido buenos retornos** ”

## GRANDES MOVIMIENTOS

Muchos son los corporates españoles que han hecho caja con la venta de negocios no estratégicos, activos y filiales fuera de nuestras fronteras. Bancos, energéticas, constructoras y telecos han liderado estos movimientos en los últimos meses. Un buen ejemplo es Banco Sabadell, que recientemente ha puesto punto y final al intenso proceso de desinversiones no estratégicas que ha venido desarrollando en el último año para reforzar su solvencia sin la necesidad de ampliar capital. El banco se propuso situar su ratio de capital CET 1 fully loaded por encima del 12% con la venta de filiales no estratégicas. Entre otros, ha vendido su negocio de depositaria de fondos y custodia de valores a BNP Paribas por €1.15M; Sabadell Asset Management, su gestora de activos a la francesa Amundi por €430M (más un earn out de hasta €30M); Sdin Residencial y Solvia Servicios Inmobiliarios a Oaktree y Lindorff, respectivamente; el 40% de Ribera Salud a Centene y el 4,99% de la colombiana GNB Sudameris, a favor de Glenoaks Investments, propiedad de Jaime Gilinski. También BBVA ha desinvertido reciente de su negocio de bancaseguros dando entrada a Allianz y Santander ha estado activo con ventas como su filial en Puerto Rico (aún sin cerrar) y participaciones en compañías no estratégicas como Testa Residencial.

La abultada deuda de Telefónica ha obligado a la operadora a cerrar importantes desinversiones en los últimos meses para sanear balance. La multinacional ha dado un paso de gigante en el proceso de desinversión de sus filiales en Latinoamérica con la venta en dos fases de sus negocios en Centroamérica por unos €2.000M; se ha desprendido de Telefónica Data Centers, propietaria de 11 centros de procesos de datos, vendidos a Asterion Industrial Partners mediante un carve-out

valorado en €550M (equity value); ha traspasado sus torres de telecomunicaciones en Brasil, Ecuador y Colombia por unos €430M y ha vendido el portal financiero Invertia a El Español. Recientemente, ha acordado la fusión de su negocio de móvil O2 en el Reino Unido y está avanzando en la venta de Hispam, el holding en el que ha integrado el resto de sus filiales en Latinoamérica.

Entre las constructoras españolas que han vendido activos no estratégicos están ACS y Ferrovial. La primera continúa en pleno proceso de rotación de activos maduros de Iridium, su filial concesionaria. En 2019, ha hecho caja con los traspasos del 50% de la canadiense Northeast Anthony Henday a Meridiam, el 37,5% de la autopista estadounidense I-595 a TIAA-CREF y las concesiones de peaje en sombra de Iridium en España a Hermes. Ya en 2020, ha vendido sus proyectos fotovoltaicos en España a Galp por €2.200M y ha colgado el cartel de "se vende" a su negocio de renovables en Latinoamérica. Ferrovial, por su parte, ha salido de Ausol al vender su participación a Meridiam, junto a Unicaja, y de la Ruta del Cacao en Colombia. Además, uno de sus primeros movimientos en 2020 ha sido la venta de Broadspectrum en Australia a Ventia. El grupo está inmerso desde hace más de un año en el proceso de venta de su filial de servicios por el que espera obtener €3.000M. Sacyr también ha seguido sus pasos con numerosas desinversiones de concesiones en España y Chile, mientras que Acciona ha iniciado contactos con asesores para vender su negocio de concesiones y Comsa sigue rotando cartera tras vender sus concesiones a Mirova y PGGM; Comsa Rail a la francesa SNCF y su filial

de medioambiente a Tradebe. Hace sólo unas semanas, se desprendió de Adasa Sistemas a favor de Skion.

Otra buena muestra es Iberdrola. La energética inmersa en un importante plan de rotación de activos desde 2018, completó en 2019 con antelación su objetivo de desinversión de activos previsto en su plan estratégico 2022, fijado en €3.500M. El grupo pretende centrarse ahora en las energías verdes y crecer en zonas geográficas core. Para ello, sacó Bolsa parte del capital de Neoenergía, obteniendo €106M; vendió a Lyntia su filial de fibra óptica por €260M y traspasó el 50% del parque eólico terrestre Dry Lake II, de 65 MW, y el 50% de la planta solar fotovoltaica Copper Crossing, de 20 MW, ambos situados en Arizona (EE.UU.), a Axiom por €100M. Además, vendió el 40% del parque eólico marino East Anglia One (EAO) a Green Investment Group (GIG), sociedad perteneciente al grupo australiano Macquarie, por €1.750M. Junto a ella, Naturgy, que protagonizó un elevado número de desinversiones en 2018 como la de sus filiales en Italia y Colombia, ha completado la venta de su negocio en Kenia.

También El Corte Inglés ha avanzado en su proceso de desinversión para reducir deuda y para centrarse en la gestión de espacios con los traspasos de lecisa a la francesa GFI por unos €350M y de Óptica 2000 a la holandesa GrandVisión por €90M. Sin estar inmersas en ningún plan de rotación de activos, Planeta y Abertis completaron desinversiones destacadas durante 2019. La primera vendió de Editis, el mayor grupo editorial de Francia, a Vivendi por €900M. Por su parte, Abertis consiguió traspasar a REE su participación en Hispasat tras más de dos años de espera por €933M.