



Pablo Fernández Cortijo

Socio de M&A/Private Equity en Gómez-Acebo & Pombo

Tendencias M&A: Llega el turno para las operaciones ‘distressed’

Cumplido un año de pandemia Covid-19, comienzan a atisbarse brotes verdes en los mercados, pero la incertidumbre continúa y muchas compañías ven acentuados sus problemas financieros o de ausencia/reducción de ingresos. Al mismo tiempo, las medidas y ayudas ofrecidas por el Estado resultarán insuficientes en algunos casos, y los accionistas buscan alternativas de liquidez y/o viabilidad para mantener parte del negocio y hacer frente a sus pasivos financieros.

En este contexto, como era de esperar, surgen nuevas oportunidades en el mercado de fusiones y adquisiciones (M&A). Existe liquidez (*Dry Powder*), e inversores con apetito por el riesgo (principalmente las divisiones de *Special Opportunities* de fondos y entidades de inversión) pueden encontrar operaciones con compañías o negocios interesantes pero dañados por la pandemia, a precios más reducidos, o la posibilidad de entrar en el capital de estas compañías por algún medio alternativo como una reestructuración. También se espera que aumenten los concursos y pre-concursos, ya en 2021, pero, principalmente, cuando finalice la medida de aplazamiento de obligación de declaración de concurso que el Gobierno ha venido extendiendo durante estos meses.

En ello consisten precisamente las operaciones *distressed*: operaciones en las cuales el vendedor o la propia compañía target atraviesa/n dificultades financieras que hacen necesaria o conveniente una operación corporativa que le otorgue la liquidez necesaria, con una contraparte interesada en la rentabilidad a medio/largo plazo y con cintura para embarcarse en una transacción de estructura más compleja (incluso híbrida de deuda y *equity*). Dentro de esta categoría, observamos distintos tipos de operaciones: operaciones de M&A *distressed*, reestructuraciones, y operaciones en un escenario concursal o pre-concursal.

En cuanto a las operaciones de M&A *distressed*, observamos una tendencia al alza de cara a este segundo trimestre y siguientes de 2021, con fondos de inversión (extranjeros y nacionales) posicionándose y empezando a analizar posibles compras o tomas de participación. Nuestro equipo de *Special Opportunities* viene identificando las siguientes tendencias dentro de este mercado: (a) por el mo-



mento, rompe la tendencia generalizada de procesos competitivos de venta para encaminarse por una vía bilateral; (b) son (y deben ser) operaciones rápidas, principalmente porque las necesidades de tesorería del vendedor o la compañía target no permitirían negociaciones lentas; (c) por el mismo motivo, los procesos de auditoría de compra (*due diligence*) suelen ser más ágiles y rápidos, centrándose en los puntos más materiales del negocio (de forma que el comprador pueda confirmar unas bases sólidas de proyección a pesar de la situación financiera a corto plazo) y con información limitada; (d) el pago del precio tiende a diferirse (al menos parcialmente), y normalmente se liga una parte a unos resultados de ebitda de la compañía a futuro (*Earn-out*); (e) no es rara la inclusión de cláusulas *anti-embarrassment* en las cuales el vendedor trate de asegurarse un incremento del precio si a medio plazo el comprador desinvierte a un precio superior, con la compañía ya saneada.

En un contexto como el anterior, el comprador suele obtener protección más limitada que en una operación de adquisición tradicional (tanto por la necesidad de un deal rápido como por la dificultad para conseguir mayores coberturas y/o garantías del vendedor). En este sentido, comenzamos a observar cómo las compañías aseguradoras están sabiendo adaptar sus productos (pólizas de cobertura de manifestaciones y garantías –R&W-) a esta realidad y ofrecer a compradores una protección innovadora en supuestos de esta naturaleza.

Por supuesto, dicha actividad de M&A no se está limitando a la mera compra de compañías/acciones, sino también a la compra de unidades productivas o ramas de negocio (principalmente en el marco de grupos grandes de empresas que, a efectos de ganar liquidez, deciden desprenderse de una de sus ramas de negocio dañada por la pandemia para fortalecer las otras –desinversiones o *carve-outs*).

Una segunda alternativa de inversión de esta naturaleza viene por la vía de la reestructuración: cada vez son más los inversores que entran en una compañía por medio de una inversión híbrida de deuda y capital, sabedores de que por la vía de la distribución de dividendo y el reparto preferente en una salida (*liquidation preference*) pueden llegar a obtener una rentabilidad similar a la que se obtendría en una financiación al uso, pero con una mayor involucración en la gestión de la compañía. También acreedores actuales de grupos en dificultades financieras están apostando por convertir su deuda en capital siguiendo el mecanismo legal de compensación de créditos o de aportación del mismo (aportación no dineraria). En esta vía de *loan to own*, conviene revisar en detalle, tanto contable como fiscalmente, las valoraciones tanto del crédito aportado como del capital recibido, para evitar riesgos a futuro.

En tercer lugar, y aunque finalmente el volumen para 2021 no será tan alto como se esperaba debido a la reciente (y esperada) extensión del aplazamiento de la obligación de declaración de concurso por parte de las compañías, también aumentarán en este año las operaciones de M&A dentro de un escenario concursal o pre-concursal. Dentro del primero, el administrador concursal y/o el juzgado de lo mercantil correspondiente serán un actor clave de la operación (pero también uno de los principales interesados en encontrar una salida razonable a ciertos activos que dé liquidez a la concursada); en cuanto al segundo, conviene atender a ciertos riesgos (principalmente rescisorios) en la planificación de estas operaciones. Respecto de ambos, es interesante también la protección otorgada al dinero nuevo que pueda entrar en la compañía, aprobada como una de las medidas principales de ayuda a las empresas en el marco de la pandemia.

Como es natural, determinados sectores (aquellos que hayan sobrevivido mejor a la pandemia o que incluso se hayan fortalecido como activo refugio de inversión) quedarán ajenos a este mecanismo alternativo de inversión, y probablemente sigan gozando de salud óptima en un mercado de M&A cada vez más competitivo.



■

Observamos una tendencia al alza de cara al segundo trimestre y siguientes analizando operaciones ‘distressed’

■