



GA_P

Gómez-Acebo & Pombo

Paula Zarzalejos y Rafael Aguilera, del Equipo de Bancario y Financiero de GA_P

Tipo de operación donde se ha movido GA_P en 2022

- ▲ Financiaciones corporativas (entre €50M y €150M), con tramos de reordenación de deuda y con tramos relevantes de Capex de crecimiento, tanto orgánico como inorgánico.
- ▲ LBOs clásicos, en operaciones de mid market, en la mayor parte de los casos con estructuras híbridas con bancos y fondos.
- ▲ Financiaciones inmobiliarias, tanto share deals como asset deals, en las que tanto los bancos como los fondos siguen estando muy activos.
- ▲ Operaciones de refinanciación y reestructuración de deuda, muchas veces vinculadas a financiaciones de último recurso (SEPI, Cofides).

// Los bancos centrales están subiendo los tipos de interés con fuerza para doblegar la inflación, ¿estáis viendo problemas para financiar operaciones?

Las financiaciones se están viendo afectadas por un doble impacto. Por un lado, en la actual situación económica los bancos no se sienten muy cómodos asegurando operaciones ya que hay un mayor riesgo en su posterior sindicación. Se buscan por tanto estructuras de club deal en las que poner de acuerdo a varias entidades. Por otro lado, los bancos han ajustado el riesgo reduciendo el nivel de apalancamiento de las operaciones. Adicionalmente, el mercado de capitales está cerrado desde el inicio de la guerra en Ucrania, lo cual hace que la vía bancaria sea casi la única disponible para la financiación. La unión de estas circunstancias hace que sea más difícil obtener financiación y que haya que reducir los importes objetivo de la misma. En todo caso, y a pesar de cierta ralentización durante el último trimestre de este año, en nuestra experiencia el mid-market sigue estando activo y tanto los bancos nacionales como los fondos siguen prestando, si bien con niveles de apalancamiento inferiores a los de hace un año.

// ¿Está costando más cerrar los deals? ¿Lleva más tiempo cerrar una transacción?

Con carácter general, sí. Las operaciones se están alargando, pero no tanto por cuestiones vinculadas estrictamente a la financiación, sino porque la actual situación de incertidumbre económica es un factor que dificulta la visibilidad de los ingresos futuros y por lo tanto hace más difícil fijar precios sobre empresas y activos. Esto lógicamente afecta a las expectativas de los vendedores que en la mayoría de los casos tendrán que decidir entre reducir sus retornos esperados o retrasar los procesos de venta a la espera de una situación macro más idónea. Esta situación, unida a una mayor dificultad para conseguir financiación ha provocado un descenso en el número de operaciones y que las existentes alarguen sus plazos de cierre.

// ¿Cuáles son las claves que hay que tener en cuenta para financiar una operación en el actual contexto macro? ¿Cómo se afronta una operación en este entorno?

La principal clave para financiar una operación es la capacidad de target para mantener sus márgenes y su capacidad de generación de caja. Además, como hemos comentado, nos enfrenta-

▲ La subida de tipos está cambiando las reglas de juego en el mercado de M&A a marchas forzadas, dificultando la financiación y alargando los tiempos para cerrar deals. Sin embargo, este entorno complejo también supone una oportunidad para los fondos, en especial los de deuda. La financiación alternativa, ya sea con unitranche o soluciones híbridas, puede ser clave para desatascar al mercado.

mos a mayores dificultades a la hora de financiar, por lo que será preciso ajustar los niveles de apalancamiento previstos, contar con mayores plazos para el cierre de las operaciones y buscar estructuras en las que los financiadores puedan ver reducida su exposición. Tampoco hay que olvidar que el incremento en los tipos de interés provoca que una línea de la cuenta de resultados, a la que durante bastantes años se le ha prestado relativamente poca atención, la de gastos financieros, en operaciones apalancadas empieza a drenar caja de manera relevante, lo cual también

Las operaciones reducirán su nivel de apalancamiento de forma generalizada y se endurecerán algunas condiciones como el nivel de covenants permitido, etc.

Asimismo, ante el incremento de tipos y diferenciales, la financiación alternativa resulta cada vez más atractiva, por lo que será una buena oportunidad para que los fondos intensifiquen su actividad e incrementen su cuota de mercado, bien a través de estructuras híbridas con bancos o bien con estructuras unitranche.

sición y los diferenciales entre la financiación bancaria y la deuda alternativa reduciéndose, proporciona a los fondos un ambiente ideal para incrementar su penetración en el mercado. Hay que tener en cuenta que los fondos no solo pueden competir con las estructuras bancarias con operaciones de unitranche, que en la actual situación dan mucha visibilidad para el cierre de las operaciones, sino que también -o sobre todo- pueden complementar a los bancos aportando estructuras híbridas. España es un país de compañías pequeñas y de alta penetración bancaria, por lo que no son poco habituales las operaciones conjuntas en las que uno o varios bancos aportan una estructura de financiación amortizable y uno o varios fondos aportan un tramo bullet, bien senior (lo que se conoce como un Tramo B) o bien junior (mezzanine).

// ¿Qué os están demandando los fondos de private equity en este contexto? ¿qué valor añadido ofreceréis desde GA_P?

En el momento actual, la experiencia y el conocimiento de las necesidades de los bancos a nivel contractual es fundamental para no añadir mayores tensiones en el cierre de las operaciones. Asimismo, conocer a los fondos y sus estructuras, y poder diseñar contratos donde todas las partes puedan convivir y sentirse cómodas es esencial. Creo que la labor principal del abogado sigue siendo lógicamente defender los intereses de su cliente, pero en el contexto actual es fundamental ser un facilitador de las operaciones, reduciendo en la medida de lo posible los aspectos que dificulten el cierre de las mismas.

// Venimos de una etapa en la que los fondos han levantado mucho capital, ¿veis preparado al sector para mantener niveles altos de actividad transaccional pese a la subida de tipos? ¿Cuándo se espera el mayor impacto en el mercado?

Aunque probablemente los niveles de liquidez no son tan elevados como hace un año, los fondos tienen que invertir el dinero que sus inversores han puesto en sus manos. Ya vimos durante los años 2020 y 2021 que la situación generada por el covid retrasó inversiones e incrementó en muchos casos la proporción de equity contribuida por los fondos de PE. Es decir, que los sponsors tienen que adaptarse al mercado para poner su dinero a trabajar y si el nuevo contexto es el actual, con tipos de interés más elevados, llegará un momento en que el deal flow se adapte al mismo, porque sigue habiendo muchas compañías familiares en búsqueda de fondos para crecimiento. &

"LAS OPERACIONES REDUCIRÁN SU NIVEL DE APALANCAMIENTO DE FORMA GENERALIZADA"

aconseja una mayor prudencia en el nivel de deuda que se le puede meter a la compañía.

// ¿Cómo va a afectar a las rentabilidades y a los precios de los activos? ¿Seguiremos viendo desinversiones?

Seguiremos viendo desinversiones pero con un precio más ajustado, y el inversor que pueda aguantar hasta alcanzar su retorno deseado seguramente lo haga. Creemos que los inversores van a exigir más rentabilidad en contextos de mayor incertidumbre. En este sentido creemos que afecta más la incertidumbre económica, por ejemplo, en negocios cíclicos y con mucha exposición al consumo, que la reducción de la financiación. Se trata de un proceso normal en un momento de cambio de ciclo. Hay que tener en cuenta que venimos de una época de precios elevados por las buenas perspectivas económicas y la alta liquidez en el mercado que también ha sido atípica, ya que hemos tenido durante más de 10 años unos tipos históricamente bajos.

// ¿Hacia dónde están girando las estructuras de financiación en el mercado de M&A tras las subidas de tipos de interés?

// Con la financiación bancaria más cara ¿Qué opciones de financiación alternativa hay?

En nuestra opinión, vamos a ver cada vez más operaciones con participación de fondos de deuda. Esta tendencia se ha venido observando durante los últimos años en los que los fondos han estado muy activos, pero la situación actual con los bancos reduciendo su nivel de expo-

“ Nos enfrentamos a mayores dificultades a la hora de financiar, por lo que será preciso ajustar los niveles de apalancamiento previstos, contar con mayores plazos para el cierre de las operaciones y buscar estructuras en las que los financiadores puedan ver reducida su exposición ”