



El incipiente movimiento de los fondos de turnaround en España

A pesar de la abundancia de oportunidades, el desarrollo de los fondos de turnaround en España es incipiente. A la complejidad de estos deals, se unen aspectos propios de nuestro mercado, como la Ley Concursal y la ausencia de refinanciaciones con quitas agresivas de la banca. Sin embargo, la presencia de estos inversores ofrece una salida a muchas situaciones críticas y, sobre todo, reduce el número de liquidaciones de empresas viables.

Por desgracia, muchas compañías españolas están en situación crítica, en riesgo de distress financiero o atravesando serias dificultades. Por eso, todas las previsiones apuntaban a que el momento de los fondos de turnaround en España llegaría mucho antes. Sin embargo, en 2011 apenas se cerraron una docena de operaciones en nuestro país. El principal motivo es la ausencia de refinanciaciones con quitas agresivas por parte de la banca, que desencadenarían una verdadera oleada de transacciones. El número de fondos de turnaround operativos en España todavía es escaso y nuestro mercado sufre un retraso importante respecto a otros países como EE.UU., Reino Unido o Alemania, que cuentan con centenares de jugadores. **Eduardo Navarro, Presidente de Sherpa Capital Gestión**, no cree que haya muchos players realmente activos durante los próximos años: “aunque, en teoría, España ofrece muchas oportunidades, es necesario tener mucho conocimiento local, tanto legal, como operativo y financiero, para poder hacer estas operaciones”. A juicio de **Navarro**, para que se produjera un cambio radical en el número de operaciones tendría que cambiar la actitud de las entidades financieras, así como la legislación laboral y concursal: “para los fondos internacionales no es fácil aterrizar en nuestro país, porque el comportamiento de las entidades financieras es muy distinto, al igual que

la legislación laboral y concursal. Además, la situación del país incrementa la percepción de riesgo”.

Muchas empresas en situación crítica tienen no sólo un problema operativo, sino también un elevado endeudamiento que puede suponer un freno para inversores con “fresh money”. **Alexander Wit, Managing Partner de PHI Industrial Acquisitions** asegura que “ese apalancamiento limita la capacidad de ganar dinero con una futura desinversión. Además, obliga a sentarse a negociar con los bancos, un factor crítico en muchas de estas operaciones ante la incapacidad de las entidades financieras de aceptar quitas en deudas que, claramente, nunca se recuperarán”.

Alexander Wit

Managing Director
de PHI Industrial
Acquisitions



“Nuestra filosofía es que, cuando la empresa esté saneada, ya surgirán oportunidades de salida”

yo siempre digo que podemos ser aliados de los bancos”.

Todas las fuentes coinciden en que las transacciones de turnaround son mucho más complejas que las inversiones tradicionales de private equity, sobre todo por el gran número de partes implicadas: accionistas, acreedores, sindicatos, Administraciones Públicas... Normalmente, hay que negociar con todos ellos. “Es como un circo en el que debes actuar en cinco pistas a la vez sin que el espectáculo decaiga en ninguna de ellas. Y, sobre todo, necesitas interlocutores con capacidad de decisión porque hay que actuar muy rápido”, añade **Ranera**. Tampoco hay que olvidar que el inversor financiero tradicional suele involucrarse menos en la gestión, pero el turnaround exige, por definición, una gestión muy activa, asumiendo incluso el primer puesto ejecutivo de la compañía. **Arturo Llopis, Presidente de Valcapital**: “nosotros exigimos siempre el control ejecutivo de la sociedad, yo soy Presidente de todas nuestras participadas. Aunque el día a día sea responsabilidad del Director General, voy marcando los objetivos a medio plazo y asegurándome de que se cumplen”. La simbiosis del fondo con los asesores es otro aspecto fundamental. Ambos deben estar acostumbrados a este tipo de procesos y, como afirma **Juan Díaz Hidalgo, Socio de Corporate Finance en Eversheds Nicea**, el alineamiento de intereses debe ser perfecto para poder

Simbiosis

En las refinanciaciones en que hace falta dinero nuevo, **Roberto Ranera, Socio Director de Hiperion Capital Management**, afirma que su rol es más fácil: “resulta complicado que el banco pueda resolver la situación internamente y que los accionistas estén dispuestos a poner más capital. Así que, antes de que la compañía vaya a concurso o entre en liquidación, nosotros podemos poner el equity necesario para mantener su viabilidad, por eso



Roberto Ranera

Socio Director de Hiperion Capital



“Antes de que la empresa vaya a concurso o liquidación, podemos poner el equity necesario. Podemos ser aliados de los bancos”

Tras la inversión, siempre llega la fase más difícil: poner todos los recursos en juego para fortalecer la capacidad de supervivencia de la compañía

elaborar el plan de choque en tiempo récord. No se trata de entrar en una compañía y mejorar un ratio financiero, sino de cambios radicales en modelos de negocio, dimensión y estructura.

El primer paso siempre es un diagnóstico realista de la situación de la compañía, para poder diseñar una estrategia adecuada que se pueda cumplir e implementar en tiempo récord, sin dejar de gestionar la caja de forma muy activa. Por eso es importante ser estrictos con el plan financiero y con la reestructuración operativa. Tras la fase de inversión, siempre llega lo más difícil. Poner todos los recursos en juego para fortalecer la capacidad de supervivencia de la compañía. En el postclosing hay que renegociar contratos de todo tipo (arrendamiento, proveedores, etc.). A veces, el fondo se encontrará también con estructuras operativas muy pesadas que deberá aligerar, con el coste que supone. Y, en otras ocasiones, será necesario ajustar la estructura de personal, preservando un volumen de trabajadores acorde con la producción.

Estrategias

Mejorar la gestión e inyectar capital suelen ser los dos ejes que vertebran la estrategia de los fondos de turnaround para asegurar la continuidad de la empresa, sanearla, reorientar el negocio hacia actividades más rentables y volver a situar a la compañía en beneficios. En función del objeto de compra, existen

El elevado apalancamiento de las empresas y la incapacidad de las entidades financieras para aceptar grandes quitas obstaculizan el desarrollo de este tipo de operaciones

diferentes tipologías. Desde compras de deuda con descuento (distressed debt), hasta inyección de equity para capital circulante (distressed equity, distressed capital), adquisición de activos distressed (distressed assets) y compra de unidades productivas o de líneas de actividad. En el universo de estos fondos también puede distinguirse entre los players especializados en inversiones en pymes con pérdidas operativas y elevado endeudamiento y fondos de distressed debt internacionales, enfocados en grandes inversiones, como Famosa y Panrico. Estos últimos suelen tomar el control de las compañías target mediante la compra de deuda con descuento. Los primeros, suelen invertir en subsidiarias de multinacionales que han decidido abandonar nuestro país y necesitan dinero fresco para ejecutar la transacción y financiar el cash flow.

Hiperion, por ejemplo, inyecta dinero para capital circulante, con tickets de entre €2M y €5M por transacción, y aporta gestión especializada en reestructuración en la dirección de la compañía target, siempre con una estructura de balance negociada previamente con los principales acreedores.

En 2011, analizó 55 operaciones y cerró una: Grupo Playa Sol. Sherpa Capital, por su parte, analiza unas 200 empresas al año, aunque reconoce que la situación de muchas de ellas es demasiado crítica. Su foco de inversión es el middle market. En concreto, empresas con una facturación de entre €10M y €150M, tanto familiares como filiales de multinacionales, bancos y private equities. Su ticket máximo es de €10M y el medio se sitúa entre €3M y €5M.

Desde que comenzó su actividad en 2006, PHI Industrial ha adquirido ocho empresas, con un ticket medio de entre €2M y €4M, de las que ya ha desinvertido en tres. Actualmente, evalúa unas 250 oportunidades al año y, en 2012, espera cerrar entre una y tres operaciones. “No compramos con deuda y no nos gusta apalancar las transacciones”, señala Wit. “Además, tenemos que tomar el control de la empresa siendo flexibles. Por regla general, no nos hace falta echar mano del capital de terceros, aunque, en operaciones más grandes, sí nos hemos planteado realizar coinversiones”. Llopis tampoco considera que la causa de la escasez de operaciones sea un problema de falta de oportuni- >>



» dados, sino de “encontrar la escultura dentro de la roca”, al modo en que lo hacía Miguel Ángel, el genio de la escultura. Son operaciones muy intensivas en trabajo, en las que el secreto del éxito es la gestión, más que el capital aportado. Una vez identificado el valor, el principal error es acelerarse. “Hay que seguir el manual a rajatabla, tener la mente fría y controlar la parte emocional. Al final, analizas tres factores: el valor añadido, el margen y el know how que debes tener para realizar el deal”.

Ventanilla única

En España, todavía son pocos los asesores que cuentan con el conocimiento necesario para cubrir todos los aspectos relevantes de un turnaround. Sin embargo, constituyen una figura clave que, como recuerda **David Vilajoana, Socio de Mazars & Asociados**, va muy de la mano del fondo a lo largo de todo el proceso, tanto en la fase inicial de análisis, como en la negociación, posterior entrada y gestión del plan de choque. En general, no es habitual que los fondos españoles cuenten con asesores externos, mientras las transacciones lideradas por fondos internacionales, de gran tamaño, suelen involucrar a varios profesionales de este tipo.

Normalmente, el equipo directivo, los accionistas y acreedores recurren a asesores externos cuando la situación de distress financiero es inminente o ya es una realidad. Su labor puede ser múltiple: desde colaborar en la elaboración del plan de via-

La nueva Ley Concursal permite la venta de establecimientos en fase de liquidación pero, ¿qué pasa si es necesario venderlos antes?

bilidad, hasta negociar con los acreedores, asesorar al pool bancario durante la refinanciación, realizar una revisión independiente del plan de negocio (IBR) elaborado por el deudor, monitorizar el cumplimiento del plan de negocio y asesorar durante el proceso de venta o en la liquidación ordenada.

Oportunidades

“La complejidad de las negociaciones con las partes afectadas, así como la confidencialidad con la que se debe llevar una buena parte del proceso, hacen necesario que el asesor cuente con un equipo multidisciplinar que ofrezca la posibilidad de actuar como una ventanilla única de servicios”, comenta **Miguel Sánchez Arbeo, Gerente del área de reestructuraciones empresariales de PwC**.

Desde el punto de vista legal, los factores clave son los laborales, incluyendo a veces la negociación de ERES de suspensión o extinción pero, en general, la capacidad de negociación de los contratos debe ser amplia e intensa, tanto con clientes como con proveedores, arrendadores y acreedores. Las relaciones jurídicas de la empresa con todas las partes deben adaptarse a la nueva situación, dimensión y estrategia de negocio de una manera rápida. Por ejemplo, en caso de que la compañía esté en concurso, “la fase de due diligence legal y financiera se realiza en tiempo record y de forma muy limitada o, simplemente, no es posible hacerla por no poder repercutirse su coste”, recuerda **Díaz**. A su juicio, la Ley Concursal es manifiestamente mejorable en algunos puntos: “la normativa española permite la venta de establecimientos en fase de liquidación pero, ¿qué pasa si debes vender los activos antes? Existe la posibilidad de hacerlo con autorización judicial vía subasta, pero este procedimiento dificulta el poder realizar una due diligence en condiciones, ya que no se han articulado los medios que permitan a los posibles licitantes recuperar su coste”.

El deal flow actual es abundante y en él destaca un tipo de operación: la compra de unidades productivas. “Es la manera de asumir un negocio con poco riesgo”, admite **Vilajoana**, quien recuerda que, “desde la entrada de la

nueva Ley Concursal, solo se han producido tres operaciones de venta de unidades productivas en España, una de ellas Cacaolat. Por otro lado, muchas multinacionales están vendiendo filiales para volver a su core business”. En el caso de la compra de unidades productivas libres de cargas en situación concursal, **Sánchez Arbeo** apunta que “el apoyo de un tercero independiente puede ser decisivo para que la Administración Concursal y el juez encargado puedan tomar una decisión sobre la transacción propuesta”. Para **Díaz Hidalgo**, sería recomendable que en esas subastas se despejaran todas aquellas incertidumbres para los licitantes ante posibles responsabilidades por deudas anteriores al concurso como, por ejemplo, las derivadas de la Seguridad Social. **Sánchez Arbeo** cree que en los próximos meses aumentarán las operaciones de venta de subsidiarias de multinacionales, así como las desinversiones de participadas de capital riesgo a favor de fondos distress o mediante ventas incentivadas al equipo directivo. “Los inversores también encontrarán oportunidades de desarrollar estrategias de build up de compañías distress”, y añade: “buscando retornos atractivos a través de la consolidación sectorial de determinadas industrias. Además, asistiremos a un mayor número de operaciones del tipo debt for equity swap por parte de la banca”.

Respecto a la Reforma Laboral, las fuentes consultadas afirman que todavía es pronto para determinar sus consecuencias. “A la inseguridad jurídica derivada de la falta de una experiencia práctica de una reforma laboral tan reciente, se suma el hecho de que el nuevo marco normativo todavía se está tramitando en el Parlamento”, comenta **Díaz Hidalgo**. **Vilajoana**, por su parte, apunta otro dato: tras la reforma, “muchos fondos, antes de entrar en la compañía, ya ponen sobre la mesa una reducción de costes salariales de entre el 10% y el 20%”.

¿Precio simbólico?

Como cualquier inversor, los fondos de turnaround tratan de que el coste de entrada sea lo más atractivo posible. **Navarro** quiere desterrar el mito de

Eduardo Navarro

Presidente de Sherpa Capital



“No es cierto que se compren compañías por un euro. Los costes de entrada son el mayor handicap, junto al sentido estratégico de la compañía”

que, en este sector, el precio de compra muchas veces es de apenas un euro: “no es cierto. El nivel de inversión que requieren estas compañías para afrontar los procesos de reestructuración operativa y financiera siempre es importante”. A su juicio, los costes de entrada son el mayor handicap, junto al sentido estratégico de la compañía. “El coste de reestructuración se calcula en base a las necesidades de capital de la empresa para llegar al punto de autofinanciarse, incluyendo las pérdidas que deben soportarse hasta dicho momento”, afirma **Wit**. “Lo más importante es tener la seguridad de cuál será ese coste, para que no salten sorpresas una vez dentro. Nuestra experiencia y la realización de un due diligence detallado nos permiten minimizar el riesgo de entrada”, añade. Además, es importante encontrar un valor que permita al vendedor solucionar su problema y desvincularse de la empresa satisfactoriamente.

Para determinar el valor de estas compañías en situaciones especiales algunos fondos emplean métodos tradicionales, como múltiplos y descuentos de flujos de caja, tanto en el momento de la entrada como tras la reestructuración. Otras veces, como señala **Rane-**

ra, “no hay comparables ni referencias de cotizadas” de las que echar mano como hace el private equity tradicional. En estas circunstancias, hay que calcular qué estructura financiera y operativa aguanta la compañía tras el análisis. Y, si el fondo es capaz de llegar a un acuerdo con las partes para desarrollar esta estructura, entonces apuesta por la compañía”. Lo normal es que la empresa esté en cash flow negativo y con caídas de ventas. Lo que hay que valorar es cómo puede estar dentro de cinco años en cuanto a rentabilidad, volumen de ventas y ebitda. **Llopis**, por su parte, tiene claro que hay que pagar lo justo, pero más que centrar su atención en el dinero, prefiere poner el énfasis en la capacidad de negociación. “Debes estar muy convencido del valor que vas a ser capaz de generar para saber qué puedes pagar por la compañía que te interesa. Otro elemento clave a la hora de tomar la decisión son los directivos con los que cuentas”.



“El inversor financiero tradicional suele involucrarse menos en la gestión, pero el turnaround exige tener el primer puesto ejecutivo de la compañía”

Arturo Llopis

Presidente de Valcapital

Aunque no hay una fórmula genérica para afrontar el momento de la salida, en la práctica totalidad de los casos la desinversión de los fondos de turnaround se produce cuando la compañía ya se ha reestructurado desde el punto de vista operativo y financiero. En ese momento, el negocio estará saneado y se habrá logrado crear suficiente valor para despertar el interés de potenciales compradores.

Salida

Las vías de salida son las clásicas: venta a un industrial o un inversor financiero, salidas a Bolsa o un mix de las anteriores. La coyuntura actual no invita a deshacer posiciones, así que a corto plazo la desinversión no es un escenario probable para muchos fondos. No forma parte de sus planes inmediatos. “No son momentos para vender, sino para comprar, por lo que no buscamos de forma activa posibles vías de desinversión”, advierte **Wit**. “Nuestra filosofía es que, cuando la empresa esté saneada, surgirán oportunidades de salida. En ese momento, el dueño ideal de la compañía ya no sería PHI, sino un industrial que quiera expandir su cuota de mercado o ampliar sus productos”.



CASE STUDY

Torraval, filial “non core” de una multinacional americana

El relevo en el timón de **Torraval Cooling Technologies** es un ejemplo de un turnaround originado por una desinversión de activos no estratégicos. Antes de formar parte de la cartera de PHI Industrial Acquisitions, la compañía era filial de **SPX Corporation**, una empresa americana cotizada con una facturación de €5.000M. Cuando la multinacional decidió enfocar su esfuerzo en mercados emergentes, Torraval ya era un referente en el diseño, fabricación y montaje de equipos de refrigeración, con más de 40 años de historia y 12.000 instalaciones. En 2010, PHI compró el 100% de la compañía vizcaína con fondos propios y nombró a **Jorge Beschinsky** como nuevo **Director General**: “Torraval había sufrido una brusca caída en ventas entre 2008 y 2010, pero su solidez permitió no acudir a endeudamiento. Para PHI, ser merecedores de la confianza de SPX Corporation ya era un reto

interesante. Además, se trataba de una empresa sin deuda que había que reestructurar en base al tamaño del mercado y abordar su expansión internacional”.

Nuevos retos

Desde entonces, PHI ha tratado de poner en valor el know how de la compañía mediante el diseño de un completo plan de reestructuración, realizado en apenas dos meses. “La rapidez vino marcada por dos motivos: las necesidades económicas y el clima laboral. En cuanto al plan de reordenación, poco queda por hacer. Hemos trabajado en redefinir responsabilidades y en el reparto del trabajo”. Desde la entrada del nuevo accionista, Torraval ha remontado una caída en ventas del 67%, entre 2008 y 2010, hasta incrementar su facturación más de un 50% en 2011. Las exportaciones superan ya el 40% y la compañía ha logrado entrar en beneficios, aunque de forma modesta.

Además, ha consolidado su posición en el Magreb, Portugal, Centroeuropa, Latinoamérica y Oriente Medio. En 2012, iniciará su expansión en Brasil. Con estas perspectivas, la desinversión todavía no está en el calendario

de PHI: “Torraval aún tiene mucho recorrido futuro, tanto en nuevos mercados como en productos y, por supuesto, gracias al propio equipo de profesionales que nos acompañan. Dentro de la cartera de PHI

Industrial es una operación modesta, pero los resultados obtenidos y, sobre todo, su potencial de desarrollo futuro nos hacen plantearnos todavía nuestra salida de la compañía”, añade **Beschinsky**.

