

Desinversiones en coyunturas desfavorables

Cuando las circunstancias llevan a efectuar desinversiones a fin de mejorar los balances, es obligado tener un plan que permita conseguir mejores entradas de caja sin tensionar los objetivos estratégicos de la empresa

Alberto Zamora

Managing Director de Accenture Management Consulting

Efraín Olalla

Senior Manager de Mergers & Aquisitions Accenture

La restricción del crédito, la desaceleración económica y las turbulencias de los mercados en Europa han ido consolidando en los últimos años el complejo entorno económico en que las compañías han de desarrollar sus negocios. Para muchas de ellas, este contexto está teniendo efectos tan directos como la pérdida de rendimiento de sus activos o nuevas necesidades de financiación.

Como consecuencia, la presión de los financiadores de las empresas ha ido cobrando más protagonismo en las decisiones corporativas, exigiendo balances más saneados (con una mejor relación deuda neta/EBITDA) y mayor disponibilidad de liquidez.

Para resolver de la mejor forma posible la tensión entre financiadores y equipo directivo (que tiene el objetivo de maximizar el valor para el accionista en el largo plazo), resulta necesario desarrollar una gestión proactiva del portafolio de negocios que permita maximizar la entrada de caja y que refuerce la estrategia de la compañía. Incluso cuando las necesidades urgentes de liquidez obligan a realizar desinversiones

de activos (que en otras condiciones no se plantearían), resulta aconsejable considerar las consecuencias sobre la estrategia de la compañía a largo plazo para estructurar la operación de la forma más ventajosa posible. Además, será necesario asumir un elevado nivel de flexibilidad en la toma de decisiones, contar con un equipo adecuado y seguir un proceso ordenado y previamente definido.

A continuación se expone el marco en que tienen lugar los procesos de desinversión actualmente, analizando las claves de mayor utilidad para aquellas compañías que se planteen una operación de este tipo en una coyuntura desfavorable.

EL EFECTO DE LA COYUNTURA EN LAS DECISIONES DE DESINVERSIÓN

Cuando, a principios de 2001, el Banco Central Europeo comenzó a bajar los tipos de interés (del 4,75% hasta el 2% en junio de 2003), se inició un período de mayor facilidad de crédito que tuvo entre sus consecuencias un aumento del número de operaciones de >>>



➤➤➤ M&A (alcanzándose un máximo superior a 1,4 billones de dólares de volumen en 2007 en la Eurozona). En aquel momento, dichas decisiones se fundamentaban, principalmente, en criterios estratégicos, buscando, por ejemplo, la internacionalización de las operaciones o una diversificación de negocios.

Aquellas empresas que entonces ejecutaron operaciones generadoras de valor y estratégicamente complementarias presentan, en la actualidad, balances saneados y estables, situándose en una posición ven-

quedas y vídeo. Esta operación fue muy bien recibida por el mercado (+35,8% en su cotización en un año tras el anuncio de la operación), pues entendía que, al margen del incremento por recaudación publicitaria y compra de contenidos, el valor añadido de la misma residía en la capacidad de generar sinergias que fortaleciesen su posicionamiento como portal de búsqueda y desarrollador de plataformas tecnológicas.

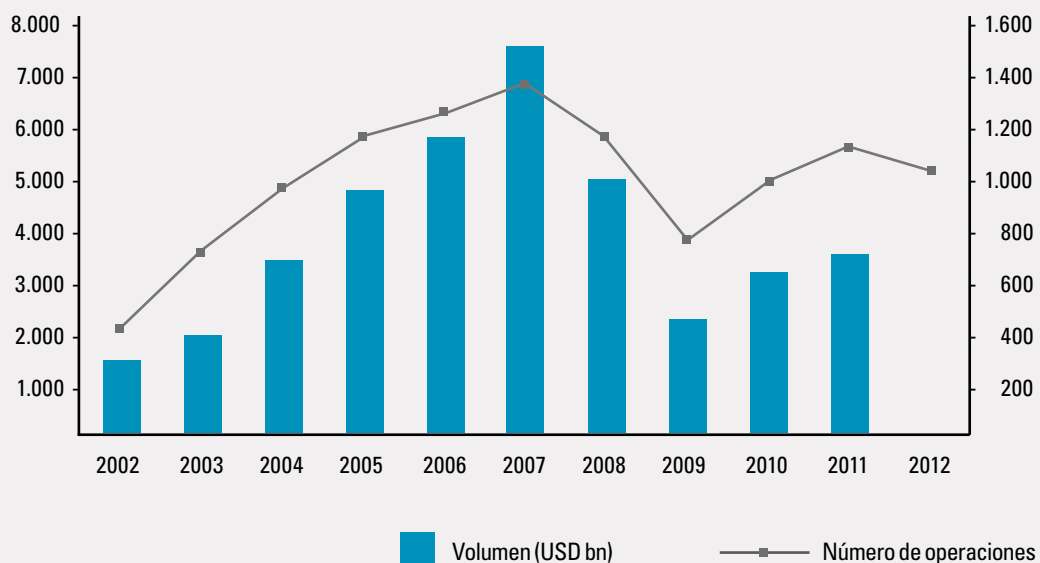
Sin embargo, el panorama actual de M&A resulta muy distinto al del período 2002-2007. La progresiva subida de tipos de interés iniciada por el BCE y la FED hizo evidente el elevado endeudamiento de las compañías europeas y estadounidenses. Pronto se generó un mayor control y restricción del crédito por parte de las entidades financieras, desencadenándose una desaceleración económica que todavía dura en algunas de esas economías. Esta situación ha ido impactando, además, en la capacidad de generación de caja de las empresas, que ahora, en lugar de apostar por nuevas adquisiciones, se plantean realizar desinversiones de activos para mantener la estabilidad financiera de su negocio.

En consecuencia, se ha ido produciendo una reducción de la actividad de M&A a nivel global (particularmente en Europa, donde se redujo el volumen de operaciones un 48% entre 2008 y 2012, según Mergermarket), poniendo fin así a seis años consecutivos de crecimiento. Ahora, el mercado se encuentra domi-

Estamos presenciando la aparición de algunos inversores que, con disponibilidad de fondos y estimulados por valoraciones realmente atractivas, se están posicionando como los principales 'players' del mercado

tajosa para acometer nuevas adquisiciones. Por ejemplo, la adquisición de YouTube por parte de Google en octubre de 2006, por valor de 1.650 millones de dólares, permitió a esta compañía consolidar su liderazgo en los tres grandes servicios de Internet: correo, bús-

CUADRO 1. EVOLUCIÓN ACTIVIDAD M&A EUROZONA (2002-2012)



Fuente: Mergermarket M&A Round-up 2012

nado por operaciones de desinversión, implicando unos intereses estratégicos y financieros totalmente distintos (ver cuadro 1).

La necesidad de desinvertir se ha visto incrementada, en muchos casos, por la dificultad de rentabilizar las adquisiciones realizadas en el anterior ciclo económico. Si no se ha conseguido obtener los resultados ni el encaje estratégico planeados (sinergias, nuevos mercados, acceso a materias primas, etc.), suelen sobrevenir niveles de apalancamiento y ratios deuda neta/EBITDA excesivamente elevadas.

Es en estos casos cuando la necesidad de liquidez, el fortalecimiento de balance y las exigencias de los acreedores cobran más relevancia, relegando los aspectos puramente estratégicos a un segundo plano. Además, estos factores pueden además combinarse entre sí: por ejemplo, una desinversión con objeto de fortalecer el balance de la compañía tendrá efecto en la calificación crediticia de la misma, facilitando así el acceso a financiación.

Por otra parte, que el contexto económico sea adverso no significa que no haya inversores con voluntad compradora en el mercado. De hecho, estamos presenciando la aparición de algunos que, con disponibilidad de fondos y estimulados por valoraciones realmente atractivas, se están posicionando como los principales *players* del mercado (compañías procedentes de mercados emergentes y fondos soberanos de inversión). Es decir, otro efecto colateral de la actual tendencia desinversora es que los compradores han pasado a jugar un papel dominante en el mercado de M&A, exigiendo condiciones cada vez más ventajosas en sus operaciones.

En definitiva, el contexto en que se realizan las operaciones corporativas ha cambiado significativamente en los últimos años, aumentando tanto la presión como la complejidad sobre las operaciones de desinversión. Para la parte vendedora, maximizar el valor de dichas transacciones sin debilitar el aspecto estratégico de su negocio supone un auténtico reto al que hacer frente.

LA GESTIÓN DE ACTIVOS COMO EJE ESTRATÉGICO Y FACILITADOR DE LOS PROCESOS DE DESINVERSIÓN

Una gestión óptima de activos es la que busca el equilibrio entre cuestiones estratégicas y necesidades financieras, implicando, por tanto, una política de desinversiones alineada con la estrategia corporativa. Sin embargo, en la actual coyuntura resulta habitual que las necesidades financieras cobren más peso, empujando a las compañías a ejecutar procesos de desinversión que estratégicamente no resultan con-

Una gestión óptima de activos es la que busca el equilibrio entre cuestiones estratégicas y necesidades financieras, implicando, por tanto, una política de desinversiones alineada con la estrategia corporativa



venientes. Ante esta situación, resulta necesario adoptar un enfoque proactivo que permita maximizar tanto el valor de la operación como la inyección de caja derivada de la misma.

Las experiencias compartidas con directivos que han gestionado procesos de este tipo indican que la clave para desinvertir con un enfoque estratégico está en la segmentación de los activos de la compañía desde una doble perspectiva:

- ▶ **Identificando el grado de encaje de los activos con la estrategia corporativa a largo plazo.** Mediante el análisis de su posición en el mercado, acceso a materias primas o proveedores, sinergias o solapes existentes en sus modelos de negocio, etc.
- ▶ **Evaluando el rendimiento, o *performance*, del activo.** Aquellos activos con un RoCE (retorno sobre el capital empleado) superior a su coste de capital estarán creando valor para la compañía. No obstante, y dada la escasez de liquidez de numero- ▶▶▶

CUADRO 2. MATRIZ DE CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS EN FUNCIÓN DEL RENDIMIENTO Y EL ENCAJE ESTRATÉGICO

		Alto	
		Alto	Bajo
Rendimiento¹	Alto	Activos core Alto rendimiento y adecuado encaje estratégico	Desinversión estratégica Elevado rendimiento y menor encaje estratégico
	Bajo	Turnaround Bajo rendimiento y alto encaje estratégico	Desinversión conveniente Reducido rendimiento y bajo encaje estratégico
		Alto	Bajo
		Encaje estratégico	

1. Rendimiento: creación de valor (RoCE > WACC) y generación de caja

Los activos con rendimiento limitado suponen una desinversión menos prioritaria en términos de necesidades de liquidez en el corto plazo, ya que el mercado penaliza su situación y ofrece múltiplos menos atractivos

▶▶▶ Las empresas, debe tenerse en cuenta también la capacidad de generación de caja de cada activo, considerando qué inversiones son necesarias y cuál es su coste financiero.

Aplicando esta metodología, se puede implementar una política de rotación de activos adaptada al encaje estratégico y desempeño financiero de éstos, proporcionando la anticipación y el grado de flexibilidad necesaria para este tipo de procesos.

- **Activos core.** Aquellos cuyo desempeño es positivo y forman parte del núcleo operativo de la empresa. Éstos son los activos sobre los que pivota la estrategia y creación de valor de la compañía; fortalezas de las que inicialmente nunca se desprendería.
- **Desinversiones estratégicas.** Aquellos activos que generan valor y aportan caja a la compañía, pero que

no encajan con la estrategia corporativa a largo plazo. Son activos con buena percepción de mercado.

- **Activos con necesidad de turnaround.** A pesar de su *performance* negativo (no están generando valor ni consumen caja), su desarrollo es fundamental en la estrategia de la compañía. La prioridad para estos activos es recuperar su rendimiento y consolidarlos como fortaleza de la empresa. Es el caso del Grupo Fiat, que desde la entrada de su nuevo equipo directivo, en 2004, consiguió recuperar la rentabilidad de las operaciones de su principal activo (Fiat Automóviles, que comprende Fiat, Lancia y Alfa Romeo) desde el 1,5% hasta alrededor del 4,5% en 2012. Fiat redefinió su estrategia en torno a un intenso proceso de *rebranding* (por ejemplo, con el lanzamiento de nuevos modelos como el Fiat 500), la relocalización de la producción en Italia de los modelos con mayor margen y la identificación de sinergias con la recién adquirida Chrysler.
- **Activos de desinversión conveniente.** Los no alineados con la estrategia de la compañía cuyo rendimiento es inferior al esperado. Entre 2008 y 2010, el gigante automovilístico Ford vendió sus filiales de lujo Land Rover, Aston Martin, Volvo y Jaguar a inversores chinos, indios y británicos por más de 2.500 millones de euros. Se trataba de un conjunto de activos cuya aportación a los resultados del grupo había sido reducida y que contaban con una tipología de producto que no entraba dentro del negocio *core* de Fiat (ver cuadro 2).

La prioridad de desinvertir activos no estratégicos como eje de una política proactiva de rotación de activos (especialmente en esta coyuntura) puede no satisfacer las necesidades de financiación de una compañía en el corto plazo. De hecho, resulta habitual que exista tensión entre accionistas, que priorizan cuestiones estratégicas en los procesos de desinversión, y acreedores/financiadores, que, por el contrario, ponen el foco en resolver las tensiones de liquidez y apalancamiento del negocio (largo plazo vs. corto plazo).

Desde una perspectiva de inyección de caja, los acreedores/financiadores ejercerán presión para desinvertir activos con buen rendimiento, lo cual no genera problemas cuando éstos no encajan con la estrategia de la compañía, es decir, se consideran desinversiones estratégicas. En caso contrario, cuando las necesidades de caja en el corto plazo obliguen a realizar desinversiones de activos *core*, el equipo directivo podrá apostar por estrategias que no impliquen una pérdida de control, como desinversión parcial, salida a bolsa de participación minoritaria, emisión de bonos convertibles, etc. El caso de la OPV de la filial de Telefónica O₂ en Alemania demuestra que pueden realizarse desinversiones de activos estratégicos con buen rendimiento sin perder el control (inyección de caja de 1.450 millones de euros, manteniendo el 77% del capital).

Los activos con rendimiento limitado suponen, lógicamente, una desinversión menos prioritaria en términos de necesidades de liquidez en el corto plazo, ya que el mercado penaliza su situación y ofrece múltiples menos atractivos. En esta situación, el equipo directivo tratará de prescindir de activos no estratégicos; es decir, realizar desinversiones oportunistas que impliquen no sólo entrada de caja, sino también un refuerzo de la compañía en torno a sus negocios *core*. En este caso, puede optarse por un *turnaround* previo que trate de maximizar el valor de la operación.

Las desinversiones son procesos sumamente complejos, en los que el riesgo y la incertidumbre juegan un papel considerable, más aún teniendo en cuenta la crisis de crédito, la crisis económica y la volatilidad de los mercados

Finalmente, y como se ha comentado, los activos estratégicos con rendimiento inferior al esperado requerirán un esfuerzo de recuperación por parte de la dirección para poder consolidarlos como fortalezas de la compañía en el largo plazo.

La matriz del cuadro 3 refleja las estrategias de desinversión, considerando las necesidades de caja a corto plazo junto con el fortalecimiento de la estrategia y generación de valor a largo plazo.

CLAVES PARA MAXIMIZAR EL VALOR DE UNA DESINVERSIÓN EN UN CONTEXTO DESFAVORABLE

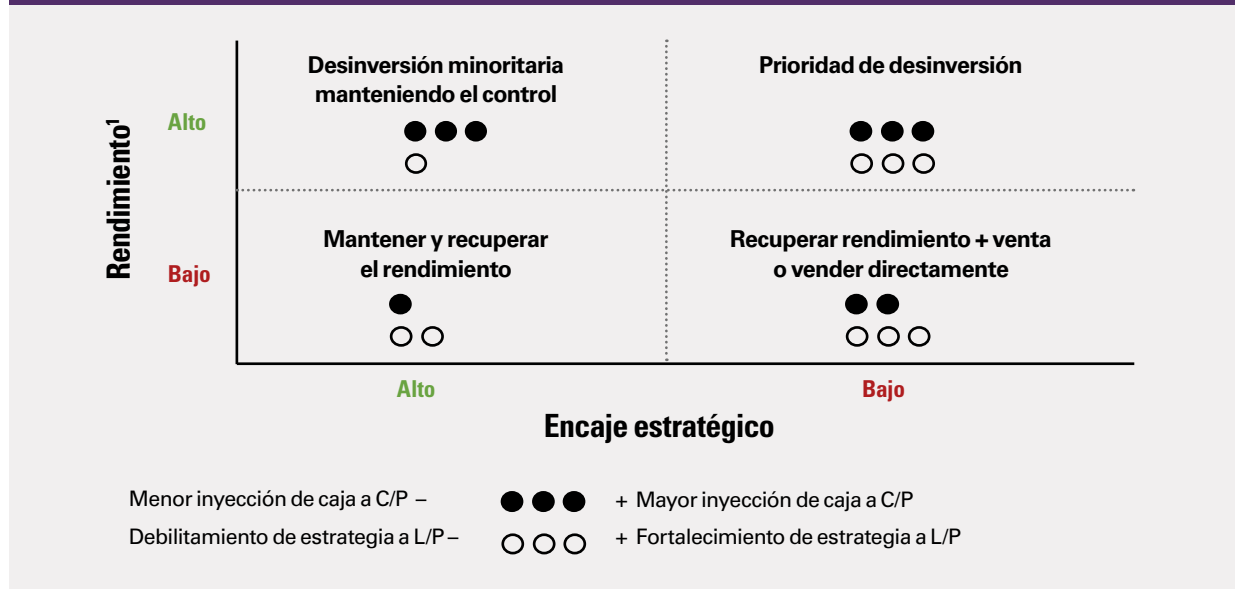
En un contexto en el que priman las necesidades de caja, la presión por desinvertir con urgencia puede llevar aparejado un elevado riesgo de descuidar la operación, desembocando, principalmente, en un precio de la transacción inferior al deseado.

A continuación se muestran aquellos aspectos considerados como más relevantes a la hora de afrontar un proceso de desinversión:

- **Preparación** de la estrategia desinversora. Existe una relación directa entre el tiempo de preparación disponible y el múltiplo conseguido en la negociación. Resulta vital desarrollar una política proactiva de rotación del portafolio, pues supo- ➤➤➤



CUADRO 3. ESTRATEGIAS DE DESINVERSIÓN DE ACTIVOS COMBINANDO PRIORIDADES DE INYECCIÓN DE CAJA Y CUESTIONES ESTRATÉGICAS



►►► ne la vía más efectiva para combatir la falta de poder en una negociación. Aunque las desinversiones pueden no reportar el mismo rendimiento que en el pasado, la mejor forma de combatir este hecho es una debida preparación.

- Altos niveles de **flexibilidad** que posibiliten el cierre de transacciones en períodos de tiempo reducidos y en distintas condiciones, fundamentalmente por parte del desinversor. Para ello, es recomendable considerar diferentes estrategias de desinversión (distintos activos incluidos, *carve-outs*, esquemas de negociación, posibilidad de ejecutar un *dual-track*, etc.), con el objetivo de adaptarse tanto a las propias necesidades financieras como a las de los posibles compradores.
- Conformación de un equipo **multidisciplinar, integrado y con experiencia**. En un proceso de desinversión confluyen numerosas y diversas partes, cada una con sus propios intereses, pudiendo en ocasiones poner en riesgo la operación. Para asegurar una correcta gestión de expectativas, agendas y flujo de información es necesario conformar un equipo con diferentes perfiles (financieros y contables, operativos, de RRHH o comunicación) y experiencia en procesos similares.
- Seguimiento de un **proceso estructurado de desinversión**. Realizar la operación llevando un

control minucioso de todas las variables en cada una de las fases permite asegurar una ejecución en tiempo y forma, evitando desviaciones que puedan erosionar el valor de la transacción. Esto habrá de hacerse enfocando, especialmente, el momento de desacople del activo vendido, asegurando una transición suave y una continuidad normalizada del negocio desde el primer día (priorizando objetivos para cada área de negocio, minimizando el efecto en los clientes, realizando una comunicación apropiada con el personal afectado, etc.).

EN RESUMEN...

Las desinversiones son procesos sumamente complejos en los que el riesgo y la incertidumbre juegan un papel considerable, más aún teniendo en cuenta la crisis de crédito, la crisis económica y la volatilidad de los mercados. Dicha situación ha complicado sensiblemente la posición del desinversor, quien hoy se enfrenta a un mercado con compradores más exigentes y múltiples de valoración medios más bajos.

Para combatir esta circunstancia es vital comprender ese cambio de dinámica y observar detalladamente cuáles han sido las mejores prácticas de venta recientes. Asimismo, aplicar las claves mencionadas puede ayudar a maximizar el resultado de la transacción. ■