

“Inevitablemente, habrá un incremento sustancial del flujo de transacciones antes de la ansiada recuperación económica”

Latham & Watkins celebra su quinto aniversario en España. El bufete internacional aterrizó en Madrid y Barcelona en 2007 ante la “curiosa” mirada de sus competidores. Cinco años después, ha logrado consolidar su track record en transacciones complejas y sofisticadas de M&A, private equity y mercado de capitales. Su objetivo no es crecer por crecer, ni llegar a convertirse en un despacho de gran tamaño, sino seguir acompañando a sus clientes en sus operaciones estratégicas.



José Luis Blanco, Managing Partner de Latham & Watkins en España

La celebración del quinto aniversario en España supone un hito importante para el despacho, ¿cómo diseñaron las claves del proyecto en nuestro país?

Nuestro proyecto como despacho para España ha estado muy bien definido desde el primer momento por una visión diferencial respecto a otros mercados, fruto de las especificidades propias de nuestro país y de un análisis del entorno competitivo. Desde el inicio, pusimos el foco en M&A, private equity y mercados de capitales, incluyendo complejas transacciones multijurisdiccionales, así como en operaciones de equity capital markets, sin olvidar la estructuración fiscal, el derecho procesal o los asuntos regulatorios determinantes en la actividad de fusiones y adquisiciones. También tenemos una dilatada experiencia asesorando a compañías latinoamericanas en operaciones de M&A, así como a empresas españolas invirtiendo en Latinoamérica, y nuestra práctica va a seguir estructurada en torno a estos ámbitos. Nuestra visión a futuro es seguir cerca de los clientes que apuestan por nosotros, algunos más activos que otros.

Inició su carrera profesional en Garrigues, donde fue nombrado Socio en 1996 y luego se incorporó a Cuatrecasas, donde era director de M&A cuando fue fichado por Latham & Watkins, ¿cuál es el balance de estos años?

El proyecto de Latham & Watkins se presentó como un gran reto profesional, que me cautivó ante el hecho de tener que arrancar desde cero, y como una gran oportunidad personal. El despacho tiene más de 2.000 abogados en 31 oficinas de todo el mundo y hemos asesorado a clientes en más de 100 países. En entornos competitivos como el mercado español, iniciar un nuevo proyecto requiere un nivel de sofisticación en los planes de entrada y tener muy pensada la estrategia de crecimiento. Por ejemplo, nunca hemos pretendido competir en tamaño en España, donde hay una presencia muy sólida de grandes firmas españolas y de los despachos más grandes

de Europa continental, todos ellos con un elevado número de abogados. Hemos construido nuestro modelo en torno a un concepto de especialización, calidad máxima en el trabajo y voluntad de excelencia. Nuestro objetivo ha sido, desde el inicio, formar equipos de trabajo consistentes, muy compenetrados e implicados.

“ Nuestra presencia en España es irreversible. Nuestro país no es un problema ni una fuente de preocupación, sino un proyecto que funciona ”

¿En qué segmento del mercado se focalizan en España? ¿Cuál es el umbral o tamaño mínimo de las operaciones que quieren atender?

Nuestra dimensión está, como digo, muy condensada. Actualmente, somos 23 abogados en España, y tenemos muy claro que nuestro segmento de mercado se corresponde con el de las operaciones estratégicas de nuestros clientes. Hemos modulado mucho nuestro tamaño y, aunque el nivel de actividad ha decrecido, nuestra masa crítica sigue estando absolutamente ajustada. Si la base de la transacción es el volumen, no tenemos elementos diferenciales ni la voluntad de estar presente en esa operación. Lo determinante para nosotros no es la cuantía, sino la significación estratégica del deal. Nos interesan las operaciones complejas, de alto valor añadido, que requieren la intervención de un despacho de abogados altamente capacitado, con expertise y capacidades técnicas y profesionales de alcance global. Somos especialmente buenos en operaciones muy sofisticadas en las que resulta básico entender lo que quieren los clientes, teniendo en cuenta que hemos asesorado

tanto a entidades financieras, como a grandes corporaciones, private equities y multinacionales.

Si analizamos su track record, durante estos cinco años han realizado operaciones de alto nivel...

Sí, nuestro track record se caracteriza por un número importante de transacciones muy significativas concentradas en un grupo de clientes limitado y recurrente, aunque no escueto. En 2007, por ejemplo, cuando estábamos iniciando nuestra práctica en España y formando nuestros equipos, fuimos capaces de acometer algunas transacciones muy significativas, como la de Applus+ para The Carlyle Group, que son parte de nuestro éxito. En nuestra lista figuran una buena parte de los "top corporates" españoles, como Repsol, Gamesa, Sener y Gas Natural, entre otros, así como algunos sponsors importantes y compañías cotizadas o privadas que están o han acometido procesos determinantes en su nicho de mercado. Estos cinco años nos han servido para constatar que el tamaño no es determinante a la hora de hacer operaciones de determinado nivel. Por ejemplo, hemos tenido la fortuna de trabajar muy de cerca con Repsol en la adquisición del 10% de YPF a cargo de la compañía argentina Grupo Petersen (\$1.304M) y en la venta del 40% de su filial de Brasil a Sinopec por \$7.100M. También tenemos una relación recurrente con Gas Natural, con quien estuvimos en la venta de activos de su red de distribución a Madrileña Red de Gas (€450M), y con Cepsa, a quien apoyamos en la OPA de International Petroleum Investment Company (IPIC) sobre la compañía (€5.634M).

“ Estos cinco años nos han servido para constatar que el tamaño no es determinante a la hora de hacer operaciones de determinado nivel. Tenemos muy claro que nuestro segmento de mercado se corresponde con las operaciones estratégicas de nuestros clientes ”

Esa idea recurrente de que los despachos deben ser "full service" y ofrecer todo el abanico de servicios que demanda el cliente, ¿está cambiando?

Durante algunos años, ha sido una especie de dogma en la profesión pero, cuanto más sofisticado es el cliente, mayor capacidad tiene de discernir y de definir lo que realmente busca. No somos abogados generalistas, no hacemos ni pretendemos hacerlo todo. Por ejemplo, un rasgo que complementa nuestra estrategia es la voluntad de una absoluta cercanía. Hemos tenido que aprender a trabajar con los equipos jurídicos internos de nuestros clientes y hemos descubierto que su grado de experiencia, conocimiento del negocio y contribución a la hora de abordar un proyecto es una fuente inigualable. Y, del mismo modo, también es importante para nosotros establecer relaciones de confianza con otras firmas que prestan servicio en áreas que no cubrimos como, por ejemplo, el derecho laboral.

¿Cree que España es un mercado muy competido y sobredimensionado?

Creo que, de alguna forma, la profesión legal en este tipo de servicios en nuestro país está sobredimensionada en número de abogados. En términos estratégicos, nuestro modelo siempre ha tenido sentido, porque el mercado real que existe en España para el tipo de trabajo que hacemos es importante, pero limitado. No hay que olvidar que España viene de un periodo de crecimiento prácticamente ininterrumpido desde mediados de los años 80, con dos pequeños baches, y una enorme afluencia de inversión extranjera. Esa circunstancia ha generado un volumen de trabajo y de expectativas que, gracias a la buena gestión de los despachos y a su conocimiento del mercado, han permitido rentabilizar una serie de operaciones que, en sí mismas, probablemente no tienen la sustancia suficiente para cubrir determinadas estructuras y tamaños de bufetes.

La presencia de Latham & Watkins en España, ¿es una apuesta a largo plazo?

Nuestra presencia en España es irreversible: nuestro país no es un problema ni una fuente de preocupación, sino un proyecto que funciona. Una de las mayores satisfacciones de este periodo -la más importante es ver cómo se solidifica la relación con nuestros clientes-, es comprobar que, a finales de 2012, habiendo vivido la serie de cuatro años peores de la economía española desde la crisis del petróleo, nuestro modelo es solvente. Hemos tenido la fortuna de poder hacer aquello que vinimos a hacer sin tener que cambiar nuestra estrategia. Estamos focalizados en determinado tipo de transacciones y hay proyectos que no podemos acometer por el volumen de recursos comprometidos que requieren, pero hemos trabajado en operaciones muy grandes. Nuestra participación en términos de cuota de mercado en el ámbito del Premium M&A, no es proporcional a nuestro reducido tamaño. De la misma forma que ser pequeño tiene un nivel de exigencia mayor en términos de dedicación y de respuesta, también tiene sus ventajas. No tenemos exceso de capacidad ni la necesidad de afrontar proyectos que, por definición, no son sostenibles o rentables.

¿Cómo está viendo el deal flow actual? ¿Prevé una reactivación del M&A y el private equity en 2013?

El deal flow actual es escaso y, sobre todo, hay mucha más volatilidad. Algunos deals se caen prácticamente cuando ya están hechos. Por ejemplo, este año he visto cómo una transacción en cash se transformaba en papel y, a pesar de todo, acababa cayendo por una percepción de riesgo. El mercado español, tanto de M&A como de private equity y mercado de capitales, se ha reducido en términos de volumen y de valor. En términos absolutos, el declive afecta a toda Europa pero, en España, es obvio que se ha producido un encogimiento del mercado. Es imposible que a los despachos nos vaya bien cuando nuestros clientes están sufriendo. Dicho eso, sigue habiendo M&A de calidad, es decir, operaciones de nivel, con sofisticación técnica. Además, creo que hay que esperar también una mayor presencia de compradores estratégicos y una segunda oleada de capital extranjero en España. Es inevitable que se produzca un incremento sustancial del trabajo transaccional, incluso antes de que la economía remonte y vuelva a crecer.

También parece obvio que hay mucha necesidad de desinversión en España...

Hay que precisar que, muchas veces, las compañías que se venden no son empresas sin futuro. Estamos hablando de compañías que, en un momento determinado, por la necesidad de reducir endeudamiento o de refocalizar su core business, pasan a ser menos estratégicas. Pero no son empresas en declive, tienen potencial y capacidad de proyección en sí mismas. No estamos asistiendo a ventas de saldos.

Por lo que veo es moderadamente optimista...

Soy optimista en el sentido de que creo que se van produciendo algunas señales. Por ejemplo, creo que habrá operaciones en las que el capital riesgo será el destinatario más obvio, aunque será necesario afinar el precio y entrar con mucha cautela para analizar si la situación es estructural o coyuntural. Algunos mercados en contracción están exigiendo la consolidación en industrias en las que el private equity puede ser un elemento determinante como fuente de capital y como herramienta para consolidar sectores. Cuando el crecimiento orgánico no es posible, hay que acudir al crecimiento estratégico. Y, por otro lado, aunque la financiación sigue siendo un obstáculo, muchas veces la solución está en el problema mismo. Es decir, muchas compañías que están en el punto de mira del mercado están ahí por un exceso de deuda, con lo que sólo es necesario refrescar el cash, la deuda ya está dentro.

¿Cree que sigue habiendo un problema de precio?

Creo que, ante todo, hay un problema de credibilidad de las propias proyecciones, no tanto de disparidad de expectativas entre comprador y vendedor, ese "gap" ya se está cerrando. Esto se aprecia especialmente cuando hay que construir proyecciones sobre valoraciones que se van deteriorando a lo largo del proceso. En el actual entorno de incertidumbre, el elemento que más altera es un problema de percepción. Salvo en operaciones muy claras, el paso del semestre necesario para poder estructurar el deal puede provocar que la operación se enfríe y que se acabe cayendo en la nueva revisión que deben hacer los comités antes de aprobarla.

¿Y cómo está viendo la disponibilidad de crédito? Parece claro que hay que buscar alternativas a la financiación bancaria...

Sí, la financiación sigue siendo un problema. La disponibilidad de crédito, con carácter general, tenderá a recuperarse pero, en cualquier caso, el grado de bancarización que hemos tenido en España tendrá que combinarse con otras fuentes de financiación. Estamos a las puertas de un periodo de clara des-intermediación bancaria en las financiaciones. Creo que veremos un crecimiento de las emisiones de bonos de alto rendimiento (high yield). Nosotros hicimos, por ejemplo, la emisión del primer high yield tras la nueva ley concursal con Abengoa, la colocación del 5% de las acciones de Repsol mediante "accelerated bookbuilding" o el asesoramiento a Deutsche Bank y Nomura en la ampliación de capital de Banco Sabadell. De todos modos, sí hay financiación bancaria selectiva. Es decir, cuando las transacciones tienen un perfil bien definido, percibido como diferencialmente mejor, la financiación bancaria sigue estando ahí, incluso en términos parecidos a los de 2007. Lo hemos visto en algunas tran-

sacciones basadas en infraestructuras y en activos con flujos de caja muy predecibles. Además, en España hay un buen componente de acceso a los mercados internacionales, es decir, sigue habiendo un número importante de transacciones que se pueden estructurar y financiar desde fuera.

Precisamente este año han asesorado, desde sus oficinas en Madrid, Londres y Frankfurt, a los bancos colocadores de la OPV de Telefónica Deutschland.

Sí, se trata de la mayor salida a Bolsa en Europa del 2012, con un volumen total de colocación de €1.450M. La operación, coordinada por JPMorgan y UBS, es un ejemplo de transacción en la que hemos podido combinar nuestro expertise internacional con nuestra fortaleza en Alemania y la buena relación con los bancos colocadores y con Telefónica en España, para quien ha sido una operación muy exitosa dentro de su estrategia de captar recursos para ampliar su flexibilidad financiera y reducir su endeudamiento.

“ Para los despachos es determinante el éxito de nuestras empresas y la credibilidad de nuestro mercado. Hay que tener confianza en su proyección de futuro. Nunca en la historia hemos tenido un grupo de empresas tan eficientes y competitivas ”

También están en el proyecto de integración de los embotelladores de Coca Cola en una única entidad, que dará lugar al primer grupo agroalimentario español...

Es un proyecto extraordinario, resultado de la fusión de los siete fabricantes nacionales y que supone construir un gran embotellador español que pueda ser un referente internacional. Es un gran desafío: todavía estamos en fase de preparación y confiamos en que la operación culmine satisfactoriamente. Los accionistas del nuevo embotellador de Coca Cola en España, Portugal y Andorra ya han alcanzado un acuerdo sobre el reparto accionario del que será el primer grupo agroalimentario español con una gran capacidad de crecimiento exterior. Una de las razones que recomienda la integración es la capacidad de aprovechar todos los recursos para formar una unidad más grande con proyección internacional, más allá de España. En definitiva, creo que la operación pone de manifiesto que los embotelladores españoles de Coca Cola han sido capaces de convertir a España en un país de referencia mundial en términos de eficacia, capacidad de desarrollo de nuevos productos, capitalización, etc.

¿Es probable que volvamos a ver operaciones de public to private (PtoP)? Los precios actuales de las cotizaciones, ¿invitan a desarrollar más operaciones de este tipo?

Sí, es previsible que veamos más operaciones de public to private protagonizadas por el private equity. Las cotizaciones actuales ofrecen grandes oportunidades para este tipo de inver-

siones y, a estos precios, hay compañías interesantes. Eso sí, hay que ajustar mucho el tema del apalancamiento en este tipo de deals y hay que tener en cuenta que los PtoPs representan operaciones sobre el 100% del capital. Sin embargo, no hay que excluir la posibilidad de que se realicen deals parciales, como el que parece estar estructurando KKR en NH Hoteles u otras operaciones ya realizadas, como la entrada de CVC en Abertis.

¿Cómo se presenta, en general, 2013 para Latham & Watkins en España?

El año 2007 fue extraordinario, tuvimos un 2008 menos atractivo, un 2009 duro, y tanto 2010 como 2011 han sido claramente mejores. Este año 2012 está siendo un ejercicio más sobrio. Las operaciones están costando más y los timing se dilatan, pero sé que estamos debidamente preparados para afrontar 2013. Para un despacho como el nuestro, el grado de actividad durante el año no está necesariamente vinculado a la evolución económica general. Mi apuesta es que 2013 será un año intenso en términos de actividad transaccional. Es de prever que, en cuanto se eliminen las incógnitas que trascienden el análisis individualizado de las operaciones, las oportunidades existentes se traducirán en transacciones que, de alguna manera, incorporarán un precio diferido, a la expectativa de que, quizá, la reactivación de la demanda interior llegue más tarde. Pero la calidad de los activos hará que quienes puedan tomar decisiones, los potenciales inversores, ya sean sponsors o compradores estratégicos, tanto nacionales como internacionales, se decidan a actuar en los últimos escalones de la crisis, cuando las condiciones son más favorables que una vez se confirme la recuperación.

¿Cómo ve el futuro de los despachos en España?

Para los bufetes en España es determinante el éxito de las compañías españolas y la credibilidad de nuestro mercado. Es obvio que nuestra economía está sufriendo mucho y que estamos viendo caer un gran número de empresas pero, al mismo tiempo, debemos reparar en que tenemos una lista importante de compañías en muchos sectores que están siendo capaces de ofrecer unos resultados excelentes. Quizá no los de hace 10 años, pero igualmente muy consistentes, con una gran capacidad de gestión y de exportar productos y know how, así como diversificación geográfica en la procedencia de sus ingresos. Hay que tener confianza en la capacidad de estas compañías españolas, muy competitivas, de proyectarse hacia el futuro. Y esto es algo muy importante a la hora de definir un proyecto de M&A. Un despacho se vuelve puramente complementario o de mera ejecución cuando está en una jurisdicción donde no se toman las decisiones. Cuando un despacho en España actúa en una transacción que se decide en Londres, interviene, participa y aporta, pero no está desarrollando todo su potencial si no hay una absoluta proximidad a los centros de decisión. Es decir, para que los despachos en España puedan consolidar su protagonismo, es necesario que tengan capacidad de incidencia en aquellas transacciones que tienen un componente de decisión, ya sean protagonizadas por corporates o sponsors. A todos nos gustaría ver una evolución positiva en la economía española, desde luego, pero, más allá de los problemas estructurales, creo que estamos siendo excesivamente castigados en términos de imagen y de percepción. Yo no me canso de repetir que los peores años de la economía española coinciden con los mejores años de las compañías españolas. O, dicho de otra forma: nunca en la historia hemos tenido un grupo de empresas tan eficientes y competitivas como las que tenemos en estos momentos.

José Luis Blanco
Managing Director de Latham & Watkins en España
Tel.: 91 791 50 21
joseluis.blanco@lw.com