

Pese al Covid-19, la sofisticación del mercado de energías renovables sigue atrayendo a grandes fondos de private equity, de pensiones y de infraestructuras globales que están concentrando, como nunca antes, sus esfuerzos y equipos en España. Y lo están haciendo, además, invirtiendo no solo en proyectos con retribución regulada, sino también en proyectos "merchant", donde algunas entidades bancarias españolas empezaron hace tiempo a actuar como "arrangers" en la financiación de proyectos greenfield. Todo ello en un mercado en plena efervescencia y donde el private equity ha acelerado la rotación de sus portfolios y de sus plataformas renovables.

El mercado transaccional de renovables ha vivido un momento de auténtica efervescencia en España, ¿por qué?

Desde finales de 2017, en Watson Farley & Williams anticipamos un crecimiento del M&A en energías renovables y esos pronósticos se han cumplido. Esto se debe a varios factores. En primer lugar, la mayor variedad de activos que ofrece el sector está atrayendo a inversores internacionales de distinto perfil de riesgo. Por ejemplo, fondos como Helios, Copenhagen Infraestructure Partners (CIP), Noy, Macquarie, Ontario Pension Trust, Green Investment Group (GIG), Northleaf o Brookfield, entre otros, están irrumpiendo con fuerza, atraídos por una oferta de oportunidades de inversión mucho mayor, ya no sólo en cantidad, sino en variado perfil de riesgo. Ya no vemos sólo a fondos de private equity, sino a fondos de infraestructuras y de pensiones que buscan retornos no necesariamente tan elevados, pero sí más estables y seguros, conviviendo con fondos de perfil más oportunista o con menor aversión al riesgo que llegaron a España tras el cambio regulatorio. Es una evolución que anticipamos y que ha sucedido.

Hemos visto operaciones muy relevantes, ¿el mercado esperaba esos grandes megadeals?

Así es, nosotros lo veíamos claro. La consolidación de mercado ha ido aglutinando activos brownfield en procesos de build up, y a estos portfolios se han ido sumando también proyectos greenfield. Ya estamos viendo portfolios mixtos. Cerberus fue el primero en iniciar con nosotros una estrategia de build up comprando una cartera y una plataforma como Renovalia y sumando a continuación numerosos activos para crear un gran portfolio que ha vendido exitosamente. Hemos pasado de un mercado donde los inversores compraban, fundamentalmente, activos individuales a la compra de grandes portfolios de activos e incluso de plataformas y empresas de perfil más industrial. Y la tercera derivada son empresas energéticas con plantillas de varios cientos de empleados -algunas con apenas seis meses de vida- y que, mientras se estaban creando, en paralelo, también se estaban comprando. Por eso, la evolución ha sido tan apasionante. Al mismo tiempo que se está creando el producto se está, a la vez, comprando.

En este contexto de mercado, ¿qué tipo de inversor podemos encontrar?

Sin duda, encontramos inversores cada vez más sofisticados y con un conocimiento del sector más profundo. La gestión de activos operativos (brownfield) es relativamente sencilla, con sus contratos de operación y mantenimiento y asset management, sin querer minimizar el aná-

WATSON FARLEY & WILLIAMS

lisis de la rentabilidad regulada, la gestión de la financiación, etc. Sin embargo, en el caso de los activos greenfield, los inversores están anticipando su entrada en la vida del proyecto, asumiendo riesgo de construcción e incluso de desarrollo, lo que era muy distinto hace poco tiempo para ciertos fondos (ahí antes veíamos principalmente a las utilities y a las empresas constructoras). Los fondos que están tomando estos riesgos son de perfil muy diverso. Además, en el desarrollo y construcción existe cierta economía de escala y crea sinergias. En cuanto al perfil de riesgo de los activos, hemos evolucionado de la retribución regulada a los proyectos de subasta con un "cap" y un "floor" y, más recientemente, a los proyectos "merchant", con estructuras de PPA (contrato de venta de electricidad) o incluso sin ellas, asumiendo los inversores el puro riesgo "merchant" en un entorno de creciente evolución en la capacidad de gestión de ese riesgo (desde PPAs a corto plazo a pura gestión de la energía). Todo esto requiere una gestión mucho más sofisticada, pero permitiendo extraer el máximo retorno.

¿Continuaremos con esta tendencia tras el Covid-19?

Durante los primeros días o semanas desde la llegada del Covid-19 a España, vivimos momentos de cierta incertidumbre sobre cómo reaccionaría el mercado. Las predicciones de los precios de energía y las curvas de los expertos arrojaron valores menos altos para los próximos años, lo que supuso una reflexión para los compradores en cuanto a los rangos de precio que podían ofrecer y al tipo de activo que querían comprar (retribución regulada, merchant, etc). En la misma línea, los vendedores han debido hacer autoanálisis sobre el potencial ajuste de precio de sus activos. Esos momentos han sido un reto para el sector, pero no se han traducido en una bajada en el número de transacciones. Es cierto que algunos inversores no se sienten cómodos en este entorno, pero aquellos players que tienen su propia visión de la demanda y precios a medio plazo, mantienen su interés y saben valorar las virtudes de los activos energéticos. El reto ahora es encontrar el punto dulce en el que vendedores y compradores alineen sus legítimas expectativas en el ajuste de precios.

En el contexto actual, ¿cuál es el rol del asesor?

El rol del asesor aquí tiene más sentido que nunca, para calibrar bien los riesgos y el factor tiempo. El timing es fundamental para el éxito del deal. Al tratarse de un sector regulado, la energía requiere una gran especialización y conocimiento. El asesor debe ser capaz de identificar muy bien los riesgos y calibrar los que tienen un impacto real (y cuantificarlo en la transacción y los que puedan ser un deal-breaker). El comprador más eficaz es aquel que sabe manejar y valorar mejor esos riesgos y contingencias y ahí los asesores jugamos un papel fundamental, evitando crear alarmas donde no hay un riesgo real e identificando rápidamente los que sí lo son. Algunas operaciones se han caído o retrasado meses por este motivo. Hay pocos riesgos insalvables, pero todas las contingencias tienen un precio. En el mundo greenfield, además, muchos riesgos se traducen en mayor tiempo de desarrollo. Y, el tiempo, por supuesto, es dinero. Un proyecto greenfield con ciertos riesgos de desarrollo -no solo regulatorios, sino aseguramiento de terrenos, medioambientales, arqueológicos, etc.-, puede alargar un proyecto de 12 meses hasta 24-48 y, si hablamos de 3 o 4 años, el producto ya es otro y tiene otro precio o no solo por el obvio retraso en percibir ingresos, sino por la expectativa de distintos precios de la energía, etc. Por lo tanto, "time is of the essence". En el contexto post-Covid-19, donde las incertidumbres son mayores, un asesor realmente experto, con una visión amplia y profunda de los activos y del sector a medio y largo plazo, es fundamental para dar comfort a los compradores, encontrar ángulos de valor en los proyectos y, en definitiva, para poder poner precio a las transacciones.

Han vuelto a asesorar a Cerberus en la venta de su portfolio de renovables a F2i, ¿seguir-

mos viendo más rotaciones de grandes plataformas de este tipo?

Efectivamente, por los propios ciclos del private equity y el gran trabajo de creación de valor realizado por los fondos en procesos build-up, fundamentalmente en la consolidación de los sectores fotovoltaico y eólico. Por ejemplo, los fondos daneses y nórdicos están apostando fuerte por la energía eólica, porque muchos son inversores históricos especializados, onshore y offshore. Su penetración en España ha sido, evidentemente, a través de tecnología terrestre (onshore) que estamos viendo en la compra a Forestalia de grandes portfolios eólicos por CIP. Inversores internacionales de primera fila, grandes fondos de infraestructuras y de pensiones globales han apostado con fuerza por España al percibirlo como un mercado seguro. Esto no ha cambiado por el Covid-19. Estos fondos buscan invertir en proyectos "merchant", sin retribución regulada. Quieren concentrar sus esfuerzos en España porque tienen mucha liquidez y el mercado nacional ofrece un gran atractivo riesgo/retorno.

¿Cómo van a vender la energía esos nuevos proyectos greenfield sin tarifa?

Por varias vías. Por un lado, la venderán por medio de contratos PPA. Ahí está uno de los grandes retos, la firma de contratos PPA a largo plazo con contrapartes solventes y con balances importantes. Pero, más allá de esas operaciones de venta de grandes volúmenes de MW en un PPA, en España y Europa hay un mercado mid-market donde el gran reto es manejar toda esa cantidad de proyectos merchant que requieren una certeza en la venta de su producción (muchas veces para tener acceso a financiación bancaria) pero que no tienen acceso al mercado de grandes PPAs. Por lo tanto, es probable y sería deseable que, de forma progresiva, se vaya creando un mercado de PPAs midcaps, con agregación de off-takers o cualquier otra fórmula que permita "mutualizar" el riesgo de off-taker y hacer financiables los proyectos. Nosotros estamos trabajando en algún proyecto muy interesante en este sentido. Por otro lado, están, como decíamos antes, aquellos inversores que se sienten cómodos con la pura gestión de la venta de energía.

La banca nacional, ¿todavía no están en el mundo merchant?

Hay 2 ó 3 entidades nacionales que están asumiendo el rol de arrangers, es decir, estructurando financiación de proyectos merchant sin PPAs. Y, en la sindicación, la banca nacional e internacional ya está entrando, pero el mercado tiene recorrido y desarrollo. A la hora de arriesgar capital, hay que poner en valor el importante papel que está jugando el capital privado en la financiación del desarrollo y de la construcción. Por otro lado, junto a la deuda bancaria tradicional, están también los bonistas, entrando sobre todo en proyectos brownfield en tecnología fotovoltaica con refinanciación. Hemos asesorado en varias emisiones de bonos ya sujetas a ley española.

¿Por qué la oficina española de Watson Farley & Williams ha sido clave en el desarrollo del negocio europeo?

Para una firma como la nuestra, experta en energía a nivel global, es más fácil hacer operaciones cross border de alta sofisticación y complejidad, porque todas las oficinas tenemos el mismo expertise no sólo en aspectos jurídicos o regulatorios, sino un profundo conocimiento del propio negocio. Esto es diferencial. Pero, además, España ha sido pionera en renovables y lo sigue siendo en el mundo merchant. En nuestra oficina de Madrid hemos sido muy activos creando mercado y atrayendo a nuevos players al mundo de la energía y todos siguen con nosotros. Llegamos en 2009, un momento complicado, pero hemos sabido ser la puerta de entrada para muchos grandes fondos a nivel mundial y hemos crecido junto a ellos en servicios y en equipo, con 70 profesionales en plantilla.

"GRANDES FONDOS GLOBALES DE PRIMERA FILA CONTINÚAN ATERRIZANDO EN PROYECTOS MERCHANT EN ESPAÑA, INCLUSO CON COVID-19"

María Pilar García Guijarro,
Managing Partner
de Watson Farley &
Williams en España



En la imagen, los Socios de WFW en Madrid