

Una planta solar. eE

Los fondos irrumpen en las renovables a base de nuevas reestructuraciones

Sandton Capital, Oak Hill, Dolomite Capital... cada vez más fondos internacionales ven una oportunidad en el sector solar ante sus dificultades financieras. Otros quieren saltar de la deuda al capital, como Incus y OTTP, que han activado un plan en Capital Energy con el que podrían terminar teniendo las llaves de la compañía

C. Reche.

Meta en una coctelera unos precios de la electricidad por debajo de las previsiones de muchos promotores renovables, sume las dificultades para atender la deuda junto a una banca más exigente a la hora de prestar y aderece con la necesidad de liquidez de quienes hace unos años crecían al calor del boom verde. Esta combinación es la que ha puesto al sector en el punto de mira de los fondos oportunistas, que buscan en las

urgencias de los vendedores una puerta de entrada a precios rebajados.

Con la vista puesta en las reestructuraciones que puedan activarse en los próximos meses, distintos fondos de crédito alternativo o situaciones especiales han empezado a mapear oportunidades en España. Suenan los nombres de varios interesados en jugar un papel relevante en el futuro. Uno de ellos



es el fondo americano Oak Hill Advisors (OHA), una importante firma de inversión alternativa centrada en estrategias relacionadas con el crédito y que históricamente en el mercado nacional ha prestado dinero a empresas del sector inmobiliario.

También se apunta a Dolomite Capital Advisors, un fondo de crédito oportunista que cuenta con varios españoles entre sus filas y nace de la escisión de otro, Taconic Capital. A OHA y Dolomite se suman nombres que siempre aparecen en las quinielas como Apollo Global Management o Cerberus, si bien ninguno de ellos ha realizado ningún acercamiento.

Otros fondos ya han mostrado sus cartas. El fondo estadounidense Sandton Capital, un habitual de las operaciones especiales, se comprometió a prestar 15 millones de euros a Novamper a cambio de férreas garantías en medio de su plan de reestructuración. El plan, uno de los más relevantes del sector al contemplar una reorganización de 200 millones de deuda, incluía también dinero nuevo de su principal accionista, la suiza Smartenergy, mediante un préstamo participativo.

Para saber qué ha pasado en los últimos meses para que se activen estos procesos, Juan Verdugo y Pablo Echenique, *head* de Restructuring y Energía de DLA Piper, respectivamente, explican cómo se ha producido el cambio de jugadores y fases. "Veníamos de una dinámica del crecimiento, que estaba centrada en la financiación, construcción y explotación. En esa dinámica, los jugadores principales eran los fondos de infraestructuras, los prestamistas institucionales, y el grupo de financiadores clásicos y sponsors que querían diversificar sus inversiones en un sector en crecimiento y estratégico".

"El capital oportunista encuentra un *asset class* de riesgo limitado, donde se es capaz de arbitrar entre

el corto y el medio plazo", explican por su parte Alfonso Lacave y Fernando Sánchez, socios de Deals de PwC y especialistas en la práctica de Corporate Finance y del sector energético. "Esta tipología de inversores valora estos activos según fundamentales, que en el contexto actual representan un descuento con respecto a los precios que hemos podido contrastar durante los años atrás. Los inversores ofrecen una ventana de liquidez para aquellos desarrolladores que buscan desinvertir o rotar activos, así como construir activos en este entorno de mercado", añaden.

Y es que en los últimos meses el mercado se ha girado hacia la reestructuración a medida que han ido saltando los *covenants* de las financiaciones. "Cuando ese incumplimiento es reiterativo y comienzan



La deuda suele ser el denominador común de todos los procesos que despiertan interés

los primeros problemas de liquidez, lo habitual es que surjan nuevos enfoques", añade Verdugo. "Muchos proyectos se financiaron con hipótesis de precios, producción y cobertura de deuda que hoy no se cumplen. Cuando cae el ratio de cobertura, se rompe un *covenant* o se aproxima un vencimiento que no puede refinanciarse, el acreedor adquiere una capacidad de negociación muy relevante".

Es lo que ha sucedido en parte en Capital Energy, la que hasta ahora era una de las joyas de la corona del sector renovable. Incus y Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP), sus dos mayores acreedores, están buscando en el juzgado cómo activar una reestructuración de deuda de aproximadamente 400



Una planta solar. eE



millones de euros. La compañía ha recibido el movimiento como un gesto hostil y una premonición de un intento de cambio de control. De momento, se ha autorizado el nombramiento de un experto, Lexaudit, y se anticipa un pulso en los próximos meses.

A la vista de los expedientes mencionados, la deuda suele ser el denominador común de todos estos procesos, si bien hay distintas estrategias que, además, van cambiando en función del tipo de proyecto renovable. "No es lo mismo un proyecto solar sin hibridación que un proyecto ya hibridado o con opciones de poder hibridarlo. Tampoco es lo mismo un proyecto solar con un PPA con una larga cola, que un proyecto con menos recorrido. Y no es lo mismo si el proyecto renovable puede ser fácilmente escalado, formar parte de una estrategia de *build-up* con otros proyectos, o se trata más bien de un proyecto aislado, aunque en un territorio especialmente interesante", explican desde DLA.

De todas formas, el diagnóstico final es que financiar y comprar activos con descuento "pueden tener el mismo resultado final", añaden desde el despacho, dado que la financiación oportunista puede ser la primera fase de una eventual toma de control.

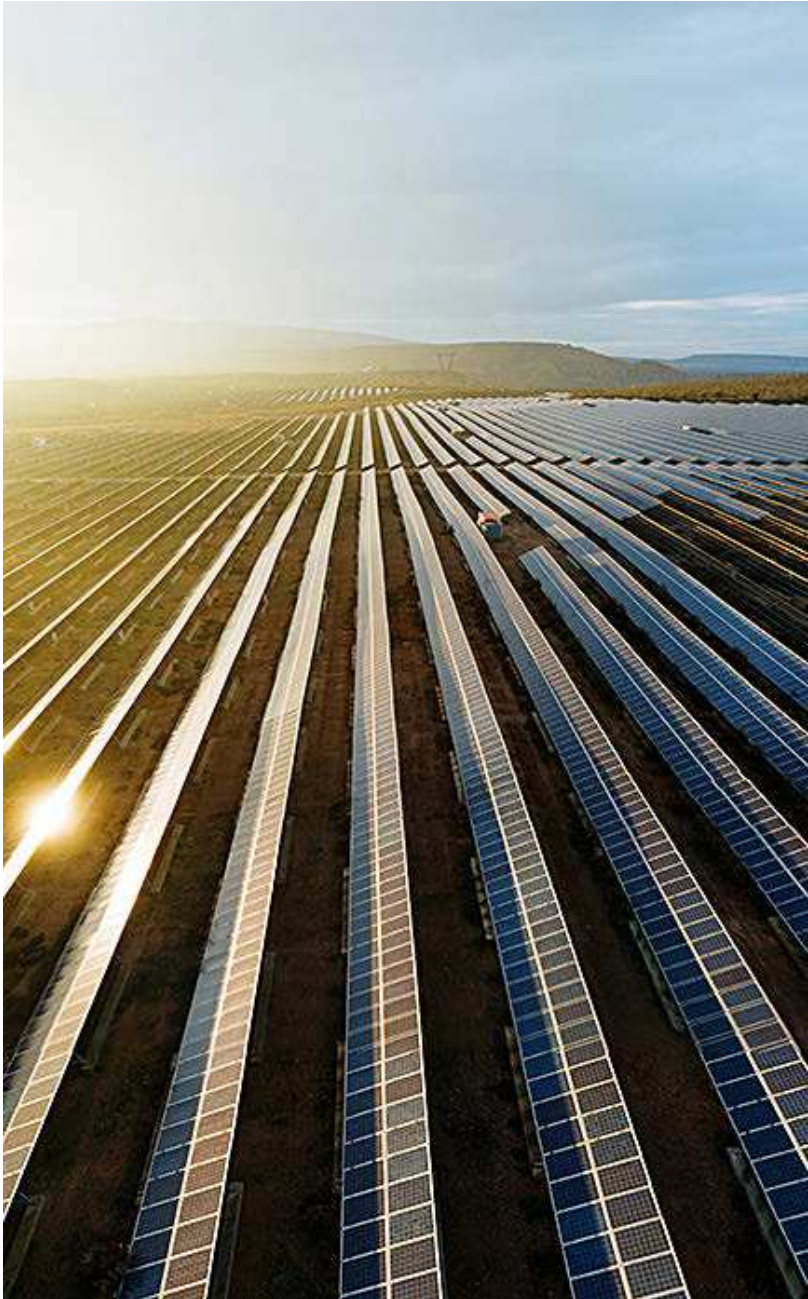
El interés es comprar activos con descuentos que permitan ajustar el precio al valor y riesgo

"Si el proyecto recupera valor, el fondo cobra una rentabilidad elevada; si no lo hace y se incumplen los *covenants* o los vencimientos, puede ejecutar garantías, capitalizar deuda o impulsar un plan de reestructuración", rematan.

David Díez, socio de Transacciones de Deloitte, y Belén Cabrera, directora de Transacciones de Deloitte, matizan que "no hay una única estrategia dominante" a la hora de acometer estas operaciones. "Depende de dónde identifique el inversor la oportunidad de creación de valor; en algunos casos buscará adquirir activos de calidad a valoraciones atractivas; en otros, aportar liquidez a compañías viables, pero con estructuras de deuda que necesitan ser reequilibradas, incorporando mecanismos que les permitan capturar parte del valor a futuro", añaden.

Vigilancia especial

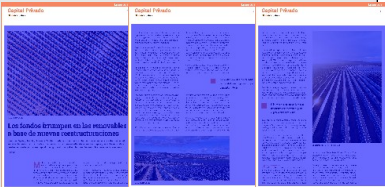
A falta de conocer quiénes más se interesarán por el sector, el listado de empresas en vigilancia sigue creciendo. Así, en los últimos meses ha habido un goteo de reestructuraciones de pequeñas plataformas y medianas como ID Energy o Univergy que han tratado únicamente de reestructurar su deuda sin alterar su control accionarial. Otras empresas



Una planta sola. iStock / MarioGuti

del sector como Arena Green Power o Guzmán Energía, que ya tuvo que reestructurarse en 2024, acaparan la expectación por si en los próximos meses deben llevar a cabo alguna operación.

Sobre por qué no han irrumpido nuevos jugadores en todos los casos previos hay que analizar las incógnitas que todavía despierta el sector incluso para los inversores oportunistas. "La principal preocupación es valorar correctamente los activos ante la incertidumbre sobre los precios de la energía. A ello se suman los cambios regulatorios, con efectos directos e indirectos –por ejemplo, las restricciones



Instalación solar. eE

al desarrollo de centros de datos y su posible impacto en la demanda eléctrica futura—, y un contexto geopolítico especialmente complejo”, apunta Ignacio Marqués del Pecho, socio de Arcano.

Por ahora el balance arroja que “no hemos visto grandes operaciones”, añade Marqués del Pecho. “Existe una percepción de oportunidad, pero todavía no se ha materializado en transacciones relevantes. El interés se concentra en comprar activos con descuentos que permitan ajustar el precio al valor y riesgo de cada proyecto. Vemos menos apetito por financiar necesidades de liquidez, salvo en plataformas muy consolidadas con una dificultad puntual”.

Su opinión es compartida por Manuel Mingot, socio de Martínez-Echevarría, quien incide en que el tsunami de operaciones, de momento, no ha llegado. Considera que sí se “ha abierto la posibilidad de adquisiciones *distress* sin contraprestación por los grandes desarrolladores especializados con más solvencia”. Estos buscan reposicionar activos fotovoltaicos incorporando la integración de baterías, a cambio de liberar la garantía económica de aval prestada por el vendedor.

Más interesados

Sobre el perfil de compradores, en el mercado identifican que el foco oportunista no se circunscribe únicamente a gestoras internacionales con gran capacidad para desplegar capital. “Sigue

existiendo apetito de inversores especializados en infraestructuras y energía por activos renovables de calidad, aunque de forma mucho más selectiva. El foco se está desplazando hacia activos con mayor visibilidad de ingresos, menor exposición *merchant* y capacidad de incorporar almacenamiento o hibridación”, afirman David Díez y Belén Cabrera, desde Deloitte.

Desde PwC recuerdan que hay apetito inversor más allá del sector *distress*. Lacave y Sánchez se refieren a la presencia que existe en el mer-



El fondo estadounidense Sandton Capital ha salido al rescate de Novamper con nueva deuda

cado inversor “por parte de fabricantes de baterías buscando incorporar su producto, IPPs buscando incrementar su base instalada a mejor precio, EPCistas”.

El racional de este grupo es “construir sus propios proyectos a un coste inferior”, mientras que también tienen interés los fondos *infra* que “ven la oportunidad de entrar a precios más competitivos en este sector para invertir cantidades restantes de sus vehículos a rentabilidades objetivo que cubran su caso base”.