



Operaciones Corporativas:

Todo lo que debe saber



Operaciones Corporativas:

Todo lo que debe saber

■ ÍNDICE ■

■ Capítulo 1- EL PROCESO DE VENTA	7	■ Capítulo 5 - LA GESTIÓN ORIENTADA AL VALOR	35
La Decisión de Vender	7	Introducción	35
Tipos de Procesos de Venta	7	El Concepto de Gestión Orientada al Valor	38
Fases de un Proceso de Venta	11	El Debate sobre la Filosofía de la Gestión Orientada al Valor	39
■ Capítulo 2- EL PROCESO DE COMPRA	14	■ Capítulo 6- PROCESO DE DUE DILIGENCE FINANCIERA	40
Motivaciones para la Compra de una Empresa	16	Introducción	40
Fases en el Proceso de Compra de una Empresa	15	Concepto, Objetivo y Clases de Due Diligence	41
Factores de Éxito en un Proceso de Adquisición de Empresas	16	Fases de la Due Diligence	42
■ Capítulo 3- ADQUISICIÓN DE EMPRESAS POR EQUIPOS DIRECTIVOS	18	Factores de Riesgo a Considerar en una Due Diligence	44
¿Qué Es un MBO?	18	Due Diligence: el Área Financiera	45
Factores a Considerar en un MBO	19	Otros Agentes en una Due Diligence: Terceros y Especialistas	46
Fases en un Proceso de MBO	20	Conclusiones	47
Estructura de un MBO	22	■ Capítulo 7- ESTRUCTURA LEGAL EN TRANSACCIONES DE CORPORATE FINANCE	48
Caso Práctico	23	■ Capítulo 8- ASESORAMIENTO PATRIMONIAL	52
Otros Ejemplos: Anécdotas y Curiosidades	25	■ Capítulo 9- FINANCIACIÓN DE ADQUISICIONES DE EMPRESAS	62
■ Capítulo 4 - VALORACIÓN DE EMPRESAS	27	Introducción	62
Concepto de Valoración	27	Factores a Considerar en la Financiación de una Adquisición	63
Consideraciones sobre Precio y Valor	27	Condiciones Generales en una Propuesta de Financiación	63
Razones para Valorar una Empresa	28	■ Capítulo 10- CAPITAL RIESGO	66
Etapas del Proceso de Valoración	28	■ ANEXOS	72
Modelos de Valoración de Acciones	29		
Modelos Basados en el Descuento de Flujos de Caja Libre (DFCF)	29		
Errores a Evitar en la Valoración de Empresas	34		

■ PRESENTACIÓN ■

Éste es un libro que pretende acercar al lector a la realidad de los proyectos de finanzas corporativas (Corporate Finance). Dentro de la disciplina de las finanzas corporativas, podemos encontrar con operaciones y procesos totalmente diferentes, desde la adquisición de un competidor para ganar cuota de mercado hasta la compra de una empresa por parte de su equipo directivo, la valoración de una compañía de cara a un proceso de desinversión, etc.

El objetivo de este libro es que el lector entienda y considere todos los ángulos que existen en un proceso de estas características, de forma que le pueda servir como iniciación en el caso de tener que participar en una transacción a lo largo de su vida profesional.

Pretendemos ofrecer una visión global desde la óptica de todos los asesores que intervienen en un proceso de este tipo. Contamos por ello con la participación de expertos en procesos de Corporate Finance (intermediación en compras y ventas, fusiones, valoración, etc.), en asesoramiento legal, patrimonial y financiero, así como inversores financieros que explicarán desde su óptica este tipo de operaciones.

Cabe destacar que la complejidad de este tipo de procesos hace necesaria e imprescindible la presencia de un asesor especializado que le acompañe y asesore a lo largo de todo el proceso, y que coordine y lidere la transacción, ya sea de una operación de compra o una venta de una compañía o cualquier otra dentro del ámbito del Corporate Finance.

Queremos agradecer a nuestros colaboradores y patrocinadores su implicación en este proyecto que deseamos sea de su interés.

**El Equipo del Área de
Corporate Finance de Altair Consultores**

■ 1. EL PROCESO DE VENTA ■

LA DECISIÓN DE VENDER

Entre las múltiples decisiones a las que se enfrenta un empresario en su trayectoria profesional, es la de **vender su propia empresa** la más difícil de tomar:

Debido a la alta carga emocional que une al empresario con su compañía, suele ser habitual que la decisión de vender ni se contemple por muchos empresarios como alternativa. Nuestro objetivo como asesores, que no intermediarios, en este tipo de procesos es hacer comprender al empresario que la venta de su compañía es una etapa más a lo largo de la vida de la empresa.

La venta de una compañía debe considerarse como la culminación de un éxito profesional: no existe mejor satisfacción para un empresario que exista otro dispuesto a comprar su empresa.

El objetivo de un proceso de venta no es otro que firmar ese acuerdo que pueda satisfacer a las dos partes, ya que si no es así, la mejor decisión será no vender. Debe existir plena confianza entre las partes para que el acuerdo sea totalmente satisfactorio. Es verdad que los procesos de venta son largos, complicados y muchas veces terminan mermando demasiado la relación de las partes. Precisamente por ello, el contar con un asesor profesional evitará en muchos casos el desgaste emocional, personal e incluso del negocio de los empresarios envueltos en los procesos de venta. El empresario, hasta el momento de la firma en la notaría, debe dedicarse a lo que sabe hacer; es decir, gestionar su empresa y dejar en manos de profesionales la conducción del proceso.

La falta de relevo generacional suele ser un motivo para que muchos empresarios decidan vender su compañía, aunque existen otras razones que pueden llevar a un empresario o consejo de adminis-

"Cuando tiene que decidir el corazón es mejor que decida la cabeza"
Enrique Jardiel Poncela

tración de una empresa familiar a tomar la decisión de vender; entre algunos de estos motivos se encuentran:

- Los problemas sucesorios, el fallecimiento del propietario de una empresa o simplemente la cercanía a la edad de jubilación, unido a la falta de herederos que quieran continuar en el negocio. Pueden existir problemas de salud que aconsejen al empresario su venta.
- El cansancio o aburrimiento por parte del propietario que hace que dedique más tiempo a actos sociales o simplemente a jugar al golf que a su propia empresa.
- Puede ser que el empresario decida no arriesgar más su patrimonio personal en su compañía y prefiera obtener liquidez para las demandas económicas de su familia.
- En otros casos, las empresas se enfrentan a ambiciosos procesos de expansión y crecimiento para los que son necesarios tanto importantes esfuerzos financieros como personales. Podemos en ese caso pensar en dar entrada en el capital de la compañía a un socio "financiero" que pueda ayudarnos a desarrollar el proyecto. En el capítulo de Capital Riesgo de este libro, podrá conocer a las principales empresas de Capital riesgo que operan en la Comunitat Valenciana.

TIPOS DE PROCESOS DE VENTA

El objetivo de todo proceso de venta es maximizar el precio de mercado de la empresa y, para ello, encontrar un comprador dispuesto a pagar el precio.

Entre los diferentes **tipos de procesos de venta** que pueden darse destacamos fundamentalmente tres:

I- Negociación Bilateral

Se caracteriza por negociar solo con un posible comprador. Este tipo de procesos tiene unas ventajas, como son:

- Facilita la confidencialidad del proceso, es mucho más fácil negociar y firmar acuerdos de confidencialidad, y evita que se produzcan filtraciones de información, que no lleguen a los medios de comunicación y a otros competidores. Cuántas veces nos hemos encontrado en ciertos medios “rumorología” sobre la venta de empresas que ha tenido que ser desmentida posteriormente, con el trastorno que ello implica.
- Procedimiento más ágil, rápido y barato para el vendedor:
- Permite al equipo centrarse en su día a día, sobre todo si es el asesor quien lleva el peso de la negociación y preparación de la documentación para el comprador.

Por el contrario:

- No existe competencia en el proceso y, por lo tanto, la valoración será mucho más subjetiva y el precio fijado será difícil de incrementar por la propia competencia que existiría si nos encontráramos ante distintos compradores.
- Existe un alto riesgo de que, llegado al final del proceso, la oferta vinculante no sea satisfactoria para el vendedor. La experiencia nos dice que además no se trata sólo de un tema de precio, muchas veces es el resto de condiciones lo que verdaderamente importa al comprador.

En nuestra opinión, sólo hay que llevar a cabo este tipo de procesos cuando:

- Hay un acercamiento directo del comprador al vendedor y éste está dispuesto a iniciar negociaciones únicamente con esta compañía.

- Cuando el análisis de las circunstancias del mercado o de la compañía hace que realmente sólo exista un posible comprador y sea éste precisamente con el que estamos negociando.

Por el contrario, tenemos lo que los asesores denominamos un proceso abierto o de Subasta Pública.

2- Subasta Pública

En este caso, el vendedor dicta las normas del proceso, en qué consistirá y la duración de cada fase. También se fija la estructura del contrato de compraventa, aunque normalmente será en las fases finales del proceso donde el comprador establecerá sus normas.

Los principales problemas o inconvenientes a los que nos enfrentamos en este tipo de procesos son fundamentalmente:

- Mantener la confidencialidad y el flujo de información proporcionada a cada comprador. Será complicado evitar el filtrado a los medios de comunicación o incluso al propio sector. Pensemos que, al existir un número elevado de posibles compradores con sus asesores respectivos, muchas veces existe filtrado de información.
- El día a día de la compañía puede verse afectado, sobre todo el de ciertos directivos encargados de preparar documentación para los diferentes compradores.
- Cuando una operación está en manos de demasiados compradores, sobre todo si se trata de una operación destinada a compradores de carácter financiero, empieza a perder su atractivo.

3- Subasta Restringida

Este tipo de proceso, es a nuestra opinión, el más deseable para un vendedor. Consiste fundamentalmente en que el asesor prepare un listado limitado de compradores tanto industriales como financieros y, una vez el vendedor autorice el contactar con ellos,

se les comunica la intención de vender, prometiéndoles una subasta cerrada.

Se trata de un proceso mucho más controlado y debe ser guiado en todo caso por un profesional especializado y que cuente con experiencia en este tipo de procesos, sobre todo por, los siguientes factores:

- La complejidad del propio proceso y que hace que sea necesario dedicar una gran cantidad de tiempo y recursos.
- El establecimiento de estrategias de negociación. El proceso de venta es muy diferente a cualquier otro tipo de negociaciones a los que pueda haberse enfrentado el empresario durante su trayectoria laboral.
- La experiencia en estos procesos es otro factor determinante, ya que el asesor es capaz de aportar soluciones imaginativas fruto de su experiencia y una importante red de contactos.
- El tiempo de dedicación al proceso. No hay que olvidar que la venta de una empresa no puede paralizar su día a día. Es por ello que contar con un asesor especializado resulta necesario para que los directivos o propietarios involucrados en la gestión no desvíen toda su atención en el proceso, olvidándose precisamente de gestionar.
- El asesor profesional va a tener acceso a mayor número de potenciales compradores. Además, la cordialidad entre las partes puede mantenerse en algunos casos gracias a la existencia del asesor, ya que justamente en él recae el desgaste y la tensión propios de la negociación entre las partes.
- La confidencialidad puede mantenerse gracias a que sea posible el anonimato hasta las fases más avanzadas del proceso.

Resumiendo, un asesor profesional va a permitirle sobre todo:

<p>1</p> <p>Centrarse en su negocio</p>	<p>El proceso de venta de una compañía es una labor compleja que hace necesario dedicar una gran cantidad de tiempo y recursos intentando que no interfiera en el día a día del trabajo de la empresa.</p>
<p>2</p> <p>Confidencialidad</p>	<p>Vigilancia respecto a los datos facilitados con el fin de aportar la información necesaria y suficiente en función de las fases del proceso de negociación.</p>
<p>3</p> <p>Experiencia contrastada</p>	<p>La experiencia en estos procesos es otro factor determinante, ya que el asesor es capaz de aportar soluciones imaginativas, fruto de su experiencia acumulada (esto es especialmente relevante en las fases de elaboración de la valoración técnica, en la negociación y en el cierre de la operación).</p>
<p>4</p> <p>Negociación adecuada</p>	<p>El proceso de venta es muy diferente a cualquier otro tipo de negociaciones a las que puede haberse enfrentado el empresario durante su trayectoria. El asesor canalizará el flujo de información entre las partes y llevará a cabo las negociaciones, evitando desavenencias derivadas del proceso de negociación.</p>

Existe una **Fase 0** en la que se negocia con el cliente las condiciones del **Mandato de Venta**.

El **Mandato de Venta** fijará las condiciones de trabajo entre el asesor y la compañía. Debe dejar claro sobre todo:

▪ **Trabajo que se debe desarrollar**

Será en este momento en el que se realizará un análisis del tipo de operación que se vaya a realizar, consideraciones como la venta de la mayoría o minoría, venta a industriales o financieros, compradores nacionales o únicamente extranjeros, nuevamente el asesor juega un papel muy importante en este tipo de decisiones, sobre todo en la elección del tipo comprador, ya que puede abrir el abanico de posibilidades que de otro modo puede ofrecer un espectro mucho más cerrado.

▪ Honorarios

En este tipo de operaciones los honorarios fijados normalmente son de dos tipos:

- Honorarios fijos que corresponden a las primeras fases de la operación y que representan una parte muy pequeña de la misma. Dichos honorarios cubren la parte inicial del proceso, la realización de un libro de venta, la valoración, etc.
- Honorarios variables que van ligados al éxito de la operación de venta y se fijan sobre un porcentaje sobre el Valor Empresa, entendiendo éste como el precio pagado por las acciones y/o activos más deuda financiera asumida, estableciendo normalmente un mínimo de operación.

El empresario es siempre quien tiene la última palabra sobre la venta. Una operación no puede darse por cerrada hasta la firma final en la notaría. Un proceso de venta es mucho más que poner en contacto a un comprador y a un vendedor.

▪ Exclusividad de la operación

El mandato de venta de una compañía debe ser otorgado en exclusividad a un asesor profesional. Una vez entendida la importancia de contar con él, tan solo un pequeño matiz: no debemos confundir la figura del asesor con la de los intermediarios en otro tipo de operaciones de compraventa, sobre todo de carácter inmobiliario.

▪ Duración del mandato y calendario tentativo de cada fase

No hay procesos estándar y cada operación de Corporate Finance es diferente, con particularidades que hacen que cada operación requiera de planteamientos y variantes específicas, si bien la experiencia en estos procesos, tal y como hemos señalado anteriormente, es un grado. En general, en una operación de venta podemos estar hablando de una duración como mínimo de seis meses a un año.

Otros aspectos a considerar en el Mandato de Venta son:

- **Equipo de trabajo.**
- **Forma de resolución de conflictos.**
- **Confidencialidad en la información.**

Abordemos ahora cada una de las fases de un PROCESO DE VENTA

PROCESO DE VENTA

FASE I: Libro de Venta y Valoración

El objetivo de esta fase es la realización de un Libro de Venta con información fundamental de la empresa para poder ser evaluada por los posibles inversores. Se procederá también a realizar un estudio de valoración y recabar toda la documentación necesaria para llevar a cabo el proceso.

Documentación

FASE II: Contacto con Potenciales Inversores

El asesor será el encargado de elaborar un listado de potenciales inversores, contrastando con su cliente la conveniencia de cada uno de ellos, no pudiendo establecer contacto con ninguno de ellos hasta que su cliente lo autorice.

FASE III: Negociación

El asesor se encargará de negociar con los inversores interesados a los que se les haya enviado el libro de venta con objetivo de firmar una carta de intenciones.

Negociación y Ofertas

FASE IV: Due Diligence

El inversor presentará una carta de intenciones y serán los encargados de iniciar una Due Diligence (proceso de verificación de la información que se les ha proporcionado), y así poder evaluar los posibles riesgos o contingencias.

FASE V: Cierre

Los resultados del proceso de Due Diligence darán lugar a nuevas negociaciones sobre algunos aspectos. Como resultado de las negociaciones y acuerdo entre las partes, se redacta un Contrato de Compraventa y se procede a formalizarlo ante notario.

Cierre

FASES DE UN PROCESO DE VENTA

Fase I: Elaboración de Libro de Venta y Valoración

La elaboración de un **Libro de Venta** recoge una descripción de la compañía, analiza el potencial de su negocio y resalta los aspectos más significativos.

Hay que realizar un análisis realista de la empresa, pero haciendo atractiva la inversión con el fin de atraer el mayor número de posibles compradores.

La información que contiene el Libro de Venta es sobre todo descriptiva y no suele contener información de carácter estratégico. Solo en etapas posteriores y ante la correspondiente solicitud de información por parte de un comprador interesado, se procederá a entregar dicha información de carácter mucho más sensible.

A los candidatos seleccionados se les enviará un **perfil ciego** de la empresa objeto del proceso de venta, previamente elaborado por el asesor y supervisado por el empresario, que recoge la información básica de la empresa de forma anónima. El alcance de la información será uno de los puntos a determinar durante las continuas reuniones y contactos entre el asesor y el empresario propietario.

Si los potenciales compradores se muestran interesados en ampliar la información suministrada, se les pedirá que firmen una carta o documento de confidencialidad, a la recepción del cual el asesor podrá remitirles el cuaderno o Libro de Venta de la empresa.

Paralelamente a la realización del Libro de Venta, se procederá a la realización de una **Valoración** que ayude sobre todo a centrar las expectativas de los propietarios, sin olvidar las diferencias existentes entre el valor y el precio que realmente está dispuesto el comprador a ofrecer y el vendedor a recibir. En el capítulo correspondiente ahondaremos mucho más en los métodos de valoración de empresas, pero tan solo mencionar en este apartado que no hay un méto-

do estándar o universal que proporcione un valor irrefutable de un negocio. Por el contrario, sí que existen fórmulas aceptadas como útiles para establecer parámetros de razonabilidad del valor de un negocio. Se aplicarán aquellos métodos de valoración que, teniendo en cuenta las características de la actividad desarrollada por las compañías, mejor se adapten a las mismas y a las expectativas futuras.

Para los principales activos netos operativos se suele utilizar un método de valoración de carácter dinámico, considerando su valor en función de la capacidad para generar recursos financieros en el futuro (Método de los Flujos de Caja Descontados) y aplicándose para los activos no operativos el criterio del valor de mercado, neto del efecto fiscal.

El precio definitivo vendrá determinado por las negociaciones con los inversores. La valoración servirá para defender el porcentaje que debe adquirir la compañía y el rango de valor que deberemos utilizar en las negociaciones para fijar el precio.

Fase II: Contacto con Potenciales Inversores

En esta etapa, **se elabora un listado de potenciales inversores y un informe sobre la conveniencia o no de cada uno de ellos. Será el empresario propietario** quien autorice a negociar con cada uno de ellos. El asesor no podrá iniciar contacto ni negociaciones con ningún candidato sin previa autorización.

La elaboración de un listado de los posibles candidatos compradores requiere un análisis de mercado tanto nacional como internacional, conociendo los diferentes criterios de compra, sobre todo de los grandes grupos empresariales y de inversión de los principales grupos financieros.

Entre los potenciales inversores/compradores se deberá incluir:

- Entidades de capital riesgo.
- Family offices.

- Inversores particulares.
- Empresas Industriales.

En el contexto económico actual, a la complejidad de las operaciones hay que sumar un factor importante y no es otro que la posibilidad de acceder a la financiación de las adquisiciones. El apalancamiento de las operaciones pasa a ser un factor determinante y muchas veces crítico para que una operación tenga éxito. Con frecuencia la elección entre un comprador u otro depende precisamente de la posibilidad de acceso a la financiación de la operación.

Un comprador industrial históricamente ha pagado siempre algo más por un negocio que un comprador financiero, precisamente por su visión a más largo plazo y posibilidades de sinergias.

Muchas veces la elección de un tipo de comprador u otro viene condicionada por el tipo de operación, es decir, si se trata de una venta total de la compañía podemos acudir tanto a compradores industriales como financieros; por el contrario, si estamos hablando de una ampliación de capital para financiar un proceso de expansión determinado, seguramente un inversor financiero sea quien mejor se adapte a los requerimientos de la compañía. En todo caso, será el asesor quien estudie y asesore a su cliente sobre las diferentes tipologías de compradores y la conveniencia o no de cada uno de ellos para su caso concreto.

Fase III: Negociación

En la fase de **negociación con los candidatos interesados**, el objetivo es conseguir por parte de los inversores la firma de un acuerdo de intenciones. Dichas cartas o acuerdos de intenciones recogen los aspectos básicos de la operación y suponen un **punto de inicio para el definitivo contrato de compraventa**.

De nuevo será el **asesor el encargado de la negociación de la carta y del alcance de su contenido**.

La **Carta de Intenciones deberá recoger**, entre otros, los siguientes aspectos:

- Descripción de la operación: porcentaje que debe adquirir la sociedad y a qué precio.
- Condiciones para realizar verificaciones de la información: proceso de Due Diligence.
- Garantías otorgadas.
- Período de exclusividad y plazos.
- Pactos entre socios.

La negociación de la **Carta de Intenciones** es uno de los momentos clave a lo largo del proceso de venta, la experiencia en este tipo de negociaciones es clave. El carácter más o menos vinculante de la Carta de Intenciones dependerá de las partes, al igual que las penalizaciones en caso de que se produzcan incumplimientos de los acuerdos alcanzados.

Existen múltiples posibilidades a negociar en una Carta de Intenciones. Será el asesor el que se encargue de contemplar todas ellas. En resumen, una Carta de Intenciones lo que trata de reflejar son los acuerdos a los que han llegado las dos partes a lo largo del proceso de negociación y que deberán ser reflejados con posterioridad en el Contrato de Compraventa.

Otros aspectos que pueden ser contemplados en dicha Carta de Intenciones son, por ejemplo, la posibilidad o no de tener entrevistas con los principales directivos de una sociedad (aspecto bastante sensible y muchas veces complicado de negociar), de volver a negociar el

precio de la transacción como resultado del propio proceso de Due Diligence, etc.

Fase IV: Proceso de Due Diligence

Con la firma de la **Carta de Intenciones** u **Oferta no Vinculante** se inicia el proceso de **Due Diligence**.

El **comprador deberá iniciar el proceso de Due Diligence**, verificar la información que se le ha proporcionado y poder evaluar los posibles riesgos o contingencias. La Due Diligence incluye normalmente una revisión financiera, legal, fiscal, laboral y medioambiental. Los resultados de este proceso darán lugar a nuevas negociaciones sobre algunos aspectos.

Para mantener el flujo de información y las relaciones cordiales entre las partes, es necesario nuevamente confiar en la figura del asesor:

En concreto, el asesor se encargará de la coordinación del proceso, facilitando la información a la parte inversora y velando por los intereses de **su cliente**. La duración y alcance de esta fase dependerá del tipo de inversor:

En el capítulo de Due Diligence abordaremos con mayor detalle el contenido y la importancia de todo este proceso.

Fase V: Cierre

En el cierre de una operación de venta de una empresa, además de los asesores financieros que han acompañado al empresario a lo largo del proceso, juegan un papel importante los asesores legales. Dentro de la etapa de cierre el asesor se encargará de lo siguiente:

- Asesoramiento en el cierre de la operación, negociando las posibles contingencias y resultados derivados del proceso de Due Diligence.
- Revisión de todos los documentos necesarios para la formalización

del contrato de compraventa, colaborando con los asesores necesarios en el proceso y actuando como nexo de unión de todos ellos (asesores fiscales, legales, etc.).

El proceso no puede darse por concluido hasta el momento de la firma del correspondiente **Contrato de Compraventa** y, por lo tanto, será el asesor el encargado de la negociación y cierre del mismo hasta el momento de la firma ante notario. El asesor legal será el responsable de redactar y modificar; en su caso, el Contrato de Compraventa. Lo que suele ser habitual es que cada parte tenga su correspondiente asesor. Normalmente el asesor del comprador es quien redacta el contrato y el asesor de vendedor el encargado de modificarlo y proponer propuestas.

Sin entrar en el detalle de las partes de un Contrato de Compraventa que será tratado con posteridad en el capítulo correspondiente de este libro, cabe mencionar que el momento del cierre adquieren mucha importancia ciertos aspectos, como son las manifestaciones y garantías, la posibilidad de avales para garantizar el pago de contingencias posibles o la negociación en su caso de contratos de alquiler de inmuebles que pueden estar afectos al negocio y contemplados o no en la operación de venta.

Después de procesos de negociación de las diferentes cláusulas de contrato, revisión por parte de todos los asesores de las varias versiones, preparación de anexos al contrato, documentación necesaria para la firma como escrituras, documentación financiera, etc., se procede finalmente a fijar fecha y lugar de firma.

Y con un poquito de suerte y buena voluntad entre las partes, se puede dar por concluido el proceso tras la firma en la notaría.

Inmaculada Baixauli
Directora del Área de Corporate Finance
de Altair Consultores

■ 2 EL PROCESO DE COMPRA ■

MOTIVACIONES PARA LA COMPRA DE UNA EMPRESA

Las razones por las cuales se puede plantear la compra de una empresa difieren en función de la perspectiva del adquirente. Un inversor financiero compra una empresa para venderla más adelante por más dinero del que invirtió porque piensa que puede ayudar a su crecimiento o mejorar su rentabilidad.

Un equipo directivo compra una empresa porque es una oportunidad que suele aparecer una vez en la vida y lleva aparejada la posibilidad de un proyecto empresarial propio y la creación de un patrimonio.

Un comprador industrial (una empresa) tiene otro tipo de motivaciones. Entre otras, puede ser alguna de las siguientes o una combinación de ellas:

Ganar tamaño: en sectores o negocios de márgenes de beneficio reducidos, el tamaño puede ser relevante para la rentabilidad, por lo que la adquisición de otras empresas puede mejorar la distribución de costes fijos y ganar capacidad de negociación ante proveedores.

AUTOMÓVILES PALMA Y FORD DAULE SE FUSIONAN PARA GANAR TAMAÑO ANTE LA CRISIS ECONÓMICA

La sociedad resultante de la fusión será un concesionario oficial de las marcas Opel, Ford, Chevrolet y Saab. Contará con instalaciones propias en Valencia ciudad y poblaciones del área metropolitana, compuestas por diez concesionarios y dos centros de oportunidades en Paterna y Sedaví, que dependerán de la nueva sociedad, así como dieciocho servicios oficiales repartidos en distintas poblaciones de Valencia y provincia. Dicha sociedad tendrá doscientos empleados directos y más de cien indirectos.

Los promotores de la fusión están convencidos de que la suma del capital social, activos y fondos propios de ambas sociedades en una sola "va a fortalecer considerablemente la posición de la sociedad resultante en el mercado valenciano. La fusión nos va a permitir unificar funciones de trabajo que ahora se duplican y rebajar importantes costes sin menoscabar el servicio al cliente"

"Lo que con mucho trabajo se adquiere, más se ama"
Aristóteles

Aumentar la cuota de mercado también implica el fortalecimiento de la posición competitiva de la compañía frente a sus competidores, teniendo capacidad de desplegar estrategias comerciales y de marketing beneficiosas sobre una base de clientes mayor; creando barreras competitivas a largo plazo.

Acceder a un nuevo mercado: la penetración en un nuevo mercado a través de una adquisición permite acelerar la curva de aprendizaje de la empresa al acceder a una base de clientes activa, con una red de distribución ya desarrollada y un equipo humano especializado y con experiencia local. Esto es especialmente visible en procesos de adquisición de empresas en otros países.

ROYO COMPRA ELITA

Royo Group, líder en España en la fabricación de muebles de baño, ha adquirido el 51% de las acciones de Elita, empresa polaca especializada en la fabricación de mobiliario de baño y líder en el mercado local.

Con esta adquisición, Royo Group dispondrá, a través de Elita, de un centro logístico y de producción propio en Polonia, lo que fortalecerá "su presencia en los países de Europa del este, incluida Rusia y repúblicas ex soviéticas.

Además, según añadió, le permitirá desarrollar una filial comercial para toda la gama de productos y marcas de la compañía: Royo Bath (mueble de baño), Gribagno (grifería y complementos) y Acquaidro (hidromasaje y spa).

Acceder a tecnología y nuevos productos: la compra de tecnología o de nuevos productos elimina el coste de oportunidad de desarrollo de nuevos productos o tecnologías, eliminando riesgos de desarrollo y acelerando la puesta en el mercado de los nuevos productos o servicios.

TELEFÓNICA COMPRA JAJAH

Jajah, con sede en Silicon Valley (California) e Israel, es una compañía que ofrece servicios de voz sobre IP. Matthew Key, presidente y consejero delegado de Telefónica Europe, ha comentado: *"esta adquisición nos permite extender el alcance de nuestra oferta de telecomunicaciones y abre nuevas capacidades en el espacio de la comunicación de voz. Las personas que utilizan sitios de redes sociales como Twitter cuentan ahora con un número de canales de comunicación todavía más amplio y tienen la opción de hablar directamente unos con otros, además de comunicarse por texto o a través del teclado"*.

Situaciones especiales: la compra de un competidor con problemas o activos de competidores en situaciones complicadas a un precio ajustado puede crear valor a través de la optimización de activos y la maximización de oportunidades de negocio.

HUNTSMAN COMPRA ACTIVOS DE SU COMPETIDOR TRONOX

El grupo químico estadounidense Huntsman anunció un acuerdo con su competidor Tronox, en quiebra desde enero de 2009, para la compra de parte de sus activos por 415 millones de dólares. La adquisición incluye las fábricas del grupo ubicadas en Estados Unidos y Holanda, volcadas a la producción de dióxido de titanio, así como las instalaciones de fabricación de electrolito de Tronox en Estados Unidos. La transacción también involucra el 50% que posee Tronox en diversas empresas asociadas, entre ellas una fábrica de dióxido de titanio en Australia y las actividades mineras en Estados Unidos, añadió el grupo tejano.

El proceso de compra de una empresa es complejo, consume recursos y suele ser una operación donde el comprador no tiene experiencia previa.

Es por ello que un asesor especializado en procesos de fusiones y adquisiciones puede crear valor aportando diversos ángulos sobre una potencial adquisición:

Dedicación al negocio: el comprador y su equipo deben de gestionar una empresa que está en funcionamiento mientras se desarrolla el proceso de compra. Un asesor aporta capacidad y permite que el comprador se centre en los aspectos esenciales de la transacción.

Experiencia: un asesor especializado tendrá experiencia en el enfoque y gestión de procesos de adquisición, estando en situación de aportar consejos valiosos y creatividad en cómo consensuar acuerdos que sean confortables para todas las partes.

Conocimiento: todo proceso de adquisición implica el alineamiento de intereses entre comprador y vendedor. Para ello es necesaria la determinación del valor que se le otorga a la empresa, dicho trabajo es altamente especializado y un asesor tiene el conocimiento y equipo humano preparado para este tipo de trabajos.

Red de contactos: un asesor especializado sabe cómo se mueve el mercado al estar permanentemente en contacto con inversores de diferente perfil (financiero, industrial...). Ello le permite aportar su red y conocimiento para identificar y localizar la empresa que mejor se adapte al perfil determinado por el comprador.

FASES EN EL PROCESO DE COMPRA DE UNA EMPRESA

Etapas:

I.- Estrategia formal de la compañía que define el crecimiento inorgánico como una palanca de valor. En caso de que surja la oportunidad de realizar una adquisición sin haber sido planificada, análisis del coste de oportunidad y encaje de dicha oportunidad en el plan de negocio definido por la compañía.

2.- Búsqueda de un asesor con experiencia en procesos de fusiones y adquisiciones, determinación de los objetivos que es necesario conseguir, honorarios profesionales, metodología, equipo de trabajo y calendario tentativo.

3.- Diseño de la estrategia definida: búsqueda de la empresa objetivo que mejor acople en el perfil definido. Contactos preliminares y firma de acuerdos preliminares (confidencialidad, carta de expresión de interés, calendario...). Solicitud y análisis de información financiera y de negocio, determinación del rango de valor previo a la oferta. Identificación y evaluación preliminar de riesgos. Definición de un plan de integración de los negocios postadquisición.

4.- Ejecución de la transacción: presentación de oferta (no vinculante, carta de intenciones, vinculante sujeta a Due Diligence...). Realización de un proceso completo de Due Diligence (legal, fiscal, contable, comercial, etc.), determinación y valoración de potenciales riesgos. Delimitación de riesgos y garantías. Estructura legal de la transacción. Contratos de compraventa.

5.- Cierre de la transacción: negociaciones definitivas. Firma de contratos de compra venta y pactos parasociales en su caso. Activación de manifestaciones y garantías.

6.- Integración postadquisición.

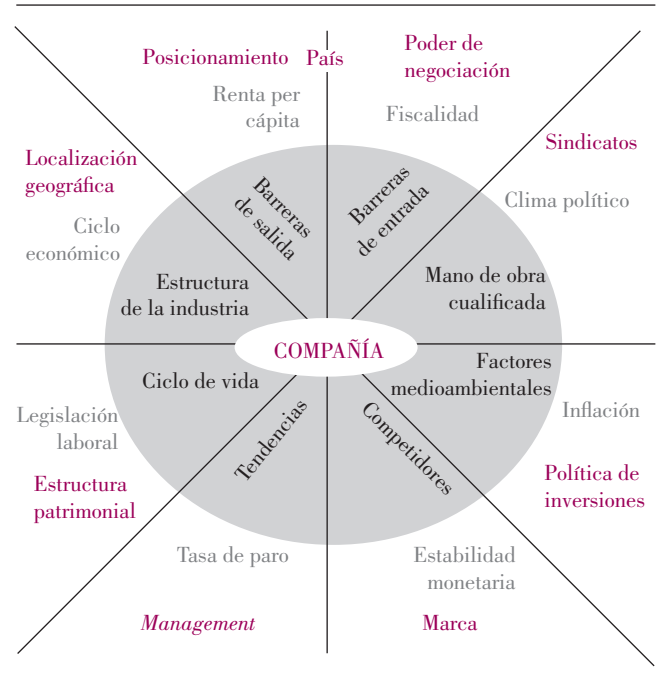
FACTORES DE ÉXITO EN UN PROCESO DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS

Existe una serie de factores comunes en las transacciones de compra de empresas realizadas con éxito. Algunos de ellos son los siguientes:

Realizar un adecuado análisis previo de la oportunidad de compra: hay que pensar bien qué compramos y por qué. La determinación de las palancas de valor a obtener debe de soportar una verificación exhaustiva.

Control de la confidencialidad ▶ Análisis interno sobre la operación ▶ Determinación del valor de la compra

- Estatus industria
- Economías de escala
- Tecnología y know how



Alineación con la estrategia corporativa (*target adecuado*): la empresa objetivo de adquisición debe de tener palancas de creación de valor claras, aportando uno o varios de los objetivos perseguidos por la empresa adquirente.

Valoración y evaluación de riesgos (*preliminar a Due Diligence y valoración final*): la determinación del precio y de los potenciales riesgos asociados a la adquisición deben ser realizados de forma previa, estableciendo una estrategia de negociación clara. Esto es especialmente importante en transacciones donde el comprador

está en competencia con otros. En este apartado, las aportaciones del asesor pueden ser definitivas, ya que va a emitir una opinión independiente sobre el valor de la compañía y la estructura de transacción más adecuada, evitando el efecto “enamoramiento” por parte del potencial comprador respecto a la sociedad que se pretende adquirir:

Existencia de un propietario del proceso en el comprador:

es muy conveniente que exista dentro de la compañía un propietario del proceso de fusiones y adquisiciones (director del proceso) que gestione todo lo relativo al mismo por parte del comprador (reuniones, relación con los asesores de la transacción, etc.). Dicha persona debe estar en posesión de las capacidades requeridas, siendo las siguientes:

- Capacidad de comunicación e interrelación personal.
- Capacidad de establecer prioridades.
- Conocimiento de las fases del proceso de fusiones y adquisiciones.
- Compromiso con el proyecto.
- Capacidad de adaptación a los posibles cambios y circunstancias que puedan darse.

Adecuado proceso de Due Diligence. Clave para la identificación de riesgos y potenciales problemas (ayuda a definir posibles salidas si lo que vemos no es lo que nos dijeron).

Adecuado y estudiado plan postadquisición: no dejarlo para el final, ya que es una de las fases más importantes del proceso. Hay que estudiar y definir con precisión cómo integramos los nuevos negocios de la manera más rápida y eficiente. Debe existir un plan postadquisición pensado y estudiado antes del cierre con calendario, recursos y responsables bien definidos. El éxito de la adquisición de una empresa es la rápida ejecución de dicho plan.

Negociación: creatividad, alternativas y fijación de objetivos claros.

Valoración: revisión de la valoración preliminar de acuerdo con los resultados de Due Diligence.

Las decisiones difíciles pero necesarias cuanto antes, mejor.

Recursos humanos de la compañía target: ¿qué personas son clave? Integración en el proyecto postadquisición previo al cierre.

Es importante la ejecución ágil del plan postadquisición para que las sinergias identificadas se materialicen:

- Ejecución de acciones de gran impacto. Ejecución del resto de acciones.
- Integración de culturas y políticas corporativas.
- Adecuada comunicación: muy importante que todas las partes implicadas conozcan y entiendan la transacción realizada y el objetivo de la misma (trabajadores, proveedores, financiadores, Administraciones, clientes, etc.).

Roberto de la Cruz
Director de Área de Corporate Finance
de Altair Consultores

■ 3. ADQUISICIÓN DE EMPRESAS POR EQUIPOS DIRECTIVOS ■

¿QUÉ ES UN MBO?

Introducción

Una adquisición de activos o de otra empresa que se realiza con dinero en efectivo y deuda es lo que se conoce como "compra apalancada" o Leverage Buy Out.

Las compras apalancadas tienen diferentes concepciones en función de quién o quiénes son los que lideran dicha transacción. Las más comunes son las siguientes:

- Management Buy Out: esencialmente, un MBO es la compra de un negocio por parte de su equipo directivo, generalmente en cooperación con socios de capital. Los MBO varían en tamaño, alcance y complejidad, siendo la característica común que los directivos adquieren una participación en la empresa, a veces de control, por una inversión personal relativamente modesta.
- Management Buy In: se trata de la compra de una empresa por parte de un equipo directivo externo.
- Buy-In Management Buy-Out (BIMBO): se trata de la compra de una empresa donde participa el equipo directivo actual y un equipo directivo externo a la empresa que se va a adquirir.
- Owners Buy Out: consiste en la compra de una empresa por parte de uno o varios de los accionistas actuales. Generalmente se da en compañías donde hay un núcleo de accionistas disperso o con intereses divergentes, donde uno o varios de ellos deciden comprar las participaciones del resto para desarrollar un plan de negocio sin injerencias y con un alineamiento total de intereses.
- Institutional Buy Out: se trata de la compra de una empresa por parte de una inversión institucional (p.e. caja o banco).

"Estar preparado es importante, saber esperar lo es aún más, pero aprovechar el momento adecuado es la clave de la vida"

Arthur Schnitzler

En general, las operaciones de MBO se realizan conjuntamente con un socio de capital (fondo de capital riesgo, familias o inversores de alto patrimonio, entidad financiera, etc.).

Un MBO puede darse por diferentes motivos, aunque en España generalmente se deriva de la venta de empresas familiares. Puede venir como una acción reactiva cuando, una vez tomada la decisión de venta por parte de la familia propietaria, se le ofrece la opción de compra al equipo directivo como reconocimiento por su compromiso con la compañía.

La otra opción es una acción proactiva, donde el equipo directivo detecta la oportunidad de comprar la empresa para ejecutar un plan de negocio con mayor agresividad que los accionistas actuales. Es en este caso donde el equipo detecta la mayor posibilidad de crear valor en la compañía donde trabaja.

Las operaciones de MBO tienen un gran potencial de crecimiento en España por los factores ya comentados y el que puede ofrecer mayores oportunidades de crecimiento en el futuro a corto y medio plazo.

Tipología de Inversión por Fase de Desarrollo

Fase de desarrollo / Stage of development						
Seed	128	136	18,7%	18,3%	0,2	0,2
Startup	152	139	22,3%	18,7%	1,6	1,3
Expansión	329	406	48,2%	54,6%	2,6	2,6
Replacement	20	19	2,9%	2,6%	16,8	32,7
LBO/MBO/MBI	48	41	7,0%	5,5%	33,7	59,4
Otras/Others	6	2	0,9%	0,3%	2,8	2,2
Total	683	743	100,0%	100,0%	4,6	5,8

Inversiones por fase de desarrollo (Fuente: ASCRI.Webcapitalriesgo)

Aunque ya hemos dicho que las oportunidades de MBO suelen generarse por la venta de empresas familiares, existen otras ventanas de oportunidad derivadas de casuísticas diferentes:

- Venta de activos no estratégicos: venta de unidades de negocio o de activos no estratégicos por parte de grandes empresas.
- Empresas en situación concursal o en liquidación donde aparece la oportunidad de comprar sociedades o activos.
- Procesos de concentración o consolidación empresarial donde la supervivencia pasa por la concentración o bien donde el sector en que opera la compañía está altamente fragmentado y existe una oportunidad de crear una empresa mayor a través de procesos selectivos de fusiones y adquisiciones.
- Secondary Buy Outs: compra de empresas donde se ha realizado un MBO con un patrocinador financiero, generalmente un fondo de capital riesgo, donde se compra la empresa al fondo y se sustituye total o parcialmente al equipo directivo.
- Procesos de privatización.

Desde la perspectiva de un equipo directivo o de un primer ejecutivo que lidere un proceso de MBO, algunos de los atractivos para participar en un proceso de estas características serían:

- Reconocimiento a su trayectoria profesional.
- Oportunidad para invertir en la empresa que conoce y gestiona.
- Ofrece autonomía e independencia de un proyecto propio.
- Posibilidad de hacer un patrimonio.

“oportunidad de creación de valor en un entorno conocido”

FACTORES A CONSIDERAR EN UN MBO

Durante 1979, en el Reino Unido se llevaron a cabo dieciocho transacciones de MBO por un valor total de 14 millones de libras. En 2003,

se realizaron seiscientos ochenta operaciones por un valor de mercado de 16.100 millones de libras. El mercado MBO se ha empezado a desarrollar en España junto con la importancia que está tomando el factor relevo en procesos de venta de empresas de tipo familiar:

Para un directivo, un MBO suele ser una oportunidad que se da una vez en la vida. A continuación, vamos a revisar algunas concepciones que pueden resultar relevantes para alguien que esté considerando un MBO.

“Hay que ser millonario para comprar un negocio”

Éste no es el caso. Existe una industria creciente y bien desarrollada en España de inversores de capital riesgo, departamentos de financiación estructurada y asesores en procesos de fusiones y adquisiciones que puede ayudar a los equipos directivos en estructurar las operaciones de compra de empresas. Normalmente, la inversión que hace un directivo es relativamente modesta en relación a la relevante participación que pueden alcanzar en la adquisición.

“Los MBO no pueden competir frente a un comprador industrial”

La experiencia nos muestra que esto no es cierto. Existe un número de razones por las que un MBO puede ser más interesante para el vendedor que la venta a un comprador industrial, como por ejemplo: el enorme conocimiento del potencial (y los problemas) del negocio que atesora el equipo directivo, capacidad de actuar con mayor rapidez por parte del actual equipo y mejor aceptación por parte del resto de actores implicados de que la compra la realice el actual equipo (financiadores, proveedores, trabajadores, organizaciones gubernamentales, etc.), entre otras.

“Los socios de capital sólo invierten en ejecutivos excepcionales”

Esto no es estrictamente cierto. Los inversores generalmente buscan equipos directivos con habilidades y capacidades complementarias, con capacidad de trabajar de forma conjunta y que cubran las áreas

más importantes del negocio. El liderazgo es importante, pero un MBO de éxito se lleva a cabo a través de un esfuerzo conjunto por el adecuado equipo de gestores.

<p>¿Qué capacidad de gestión me dejará el inversor?</p>	<p>¿Perderé oportunidades de negocio?</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mucho si lo hace bien, nada si lo hace mal. ▪ Manejar a inversores financieros no es distinto de manejar un Consejo de Administración profesional. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Todo lo contrario, el socio financiero pondrá más dinero si hay posibilidades de aumentar el valor de la empresa. ▪ Usted aprenderá el concepto “coste de capital”.
<p>¿Tendré que invertir mucho dinero en la transacción?</p>	<p>¿Qué puedo esperar con esta operación?</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Un buen inversor sólo le pedirá invertir algo razonable que demuestre un alto grado de compromiso. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La oportunidad de crear un patrimonio propio. ▪ Multiplicar por mucho el dinero y esfuerzo invertidos si se hace bien.

En general, existen dos mecanismos a través de los cuales los inversores financieros consiguen alinear los intereses del equipo directivo con los suyos para que ambos traten de obtener una rentabilidad adecuada a su nivel de riesgo.

Envy ratio o “ratio de la envidia”: es una métrica que otorga mayor valor al dinero aportado por el equipo directivo en un MBO frente al aportado por el inversor financiero. Se puede calcular aplicando un múltiplo sobre el capital aportado por el equipo directivo.

Supongamos una empresa que se compra por 10 millones de euros, de los cuales 4 millones de euros son capital. El equipo directivo se queda con el 40% de la empresa y el inversor financiero con el 60%. El equipo directivo invierte 0,8 millones de euros en la transacción:

0,8	Equipo directivo
2,0	Envy ratio
1,6	Valor otorgado al dinero del equipo directivo
<hr/>	
0,8	40% Equipo directivo
3,2	60% Inversor financiero
4,0	

También se puede calcular de la siguiente forma:

$$ER = \frac{\text{(Inversión realizada por el inversor financiero / \% de participación)}}{\text{(Inversión realizada por el equipo directivo / \% de participación)}}$$

Supongamos una empresa donde el inversor financiero compra por 500 millones de euros el 80% de las acciones y el equipo directivo paga 60 millones de euros por el 20% de las acciones:

$$ER = (500/80) / (60/20) = 2,08$$

Equity Ratchet o “cláusula antidilución”: es una métrica que permite al equipo directivo aumentar o disminuir su participación en el capital de una empresa si se consiguen determinados objetivos, generalmente definidos en el plan de negocio.

Esta cláusula tiene como misión balancear las previsiones de negocio del equipo (más optimistas) y las del inversor financiero (más conservadoras). Los objetivos suelen comportar indicadores de beneficio, rentabilidad, etc.

FASES EN UN PROCESO DE MBO

Etapas:

- I. Detección de la oportunidad y acuerdo previo entre los miembros del equipo directivo para iniciar un proceso de MBO.
- II. Selección y designación de una firma de asesoramiento financiero que apoyará al equipo directivo durante este proceso.

Un MBO es un proceso complejo y que consume tiempo y recursos. Desde la comida donde el equipo directivo decide iniciar el proceso hasta la firma del contrato de compraventa pasan meses. En el proceso se implica no solo el equipo directivo, sino también el vendedor y sus asesores, abogados, banqueros, inversores y, en ocasiones, sindicatos, trabajadores, proveedores y clientes.

Un asesor financiero aporta al equipo experiencia en este tipo de procesos, aconsejando sobre la oportunidad o no de iniciar el proceso y, en caso de una decisión afirmativa, lo apoya desde el inicio hasta el fin para que éste alcance el éxito.

Asimismo, el proceso demandará una importante dedicación del equipo directivo que debe continuar gestionando el negocio, por lo que un asesor aliviará parcialmente los recursos a dedicar por el equipo. Hay que considerar que, si el MBO no llega a materializarse por la razón que sea, las relaciones entre el equipo directivo y los accionistas actuales de la compañía pueden verse deterioradas. Un asesor financiero limita enormemente este riesgo y aporta el conocimiento para enfocar este tipo de procesos desde una perspectiva que, en general, el equipo directivo no posee.

III. Firma del acuerdo de colaboración con los asesores si se decide continuar el proceso. Dicho acuerdo recoge cómo se estructura la relación entre el asesor y el equipo en cuanto a exclusividad, tareas a realizar, honorarios a percibir, etc.

IV. Preparación de un plan de negocio. Éste debe nacer del equipo directivo y el asesor debe centrarse en su revisión (o en la elaboración conjunta, en su caso) para que éste responda a las necesidades de información de un potencial inversor. Especialmente, el asesor revisará las proyecciones financieras del equipo y realizará una valoración de la compañía.

El plan de negocio es un documento que tiene como objetivo explicar a los potenciales inversores el motivo por el que deben invertir con el equipo en la empresa. Es un memorando que debe

explicar por qué el equipo directivo cree que se puede realizar un MBO, fundamentalmente por lo que piensan hacer en la empresa (mejorar la eficiencia, comprar otras empresas, entrar en otros mercados, desarrollar nuevos productos, etc.). El plan de negocio, al menos, debe contener las siguientes partes:

- Un resumen ejecutivo que explique la compañía, sus expectativas de futuro y la transacción que se propone.
- Una explicación del negocio, hechos relevantes, descripción de los productos o servicios que presta, los mercados, la competencia, los medios productivos, la organización y los recursos humanos, y los estados financieros históricos en lo que respecta a cuenta de resultados, balance de situación y estado de tesorería.
- Un perfil del equipo directivo, organigrama de la compañía, posición y responsabilidad e historial profesional.
- Una síntesis de la estrategia futura de la compañía. Necesariamente hay que incluir proyecciones de la cuenta de resultados, balance de situación y estado de tesorería junto con las explicaciones precisas de cómo se espera alcanzar dichos objetivos. Las previsiones deben ser coherentes con el sector y la historia de la sociedad. Los crecimientos exponenciales y las estrategias de crecimiento agresivas con fuerte impacto en los resultados deben ser muy bien explicados.

V. Búsqueda de potenciales inversores. El asesor especialmente analizará aquellos inversores que tengan interés en el sector donde opera la compañía, que cuenten con inversiones actualmente en compañías relacionadas con el sector donde opera la empresa, puesto que tendrán conocimiento sobre las condiciones del negocio, y en general que se acomoden en cuanto al tamaño y la estructura de la transacción (posiciones mayoritarias o minoritarias, preferencia de inversión sectorial o geográfica, capacidad de recursos financieros para el tamaño de operación, etc.).

VI. Firma de un acuerdo de confidencialidad con los accionistas ac-

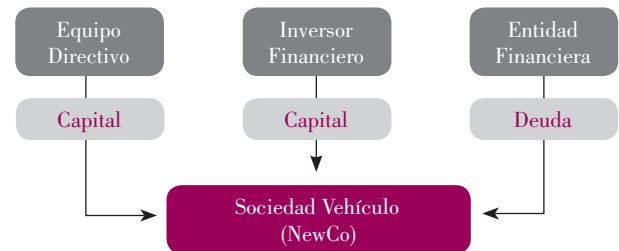
tuales a fin de solicitar y depurar información de tipo financiero y de negocio para presentar una oferta.

- VII. Presentación de una oferta no vinculante o carta de intenciones que recoja el rango de precio inicial, las condiciones para ejecutar la transacción y, en su caso, el proceso a seguir para completar la transacción.
- VIII. En el caso de que se acepte la oferta, la firma de exclusividad para la negociación de la transacción y la solicitud de información adicional, caso de ser necesario, para presentar una oferta vinculante.
- IX. Presentación de una oferta vinculante sujeta a Due Diligence (proceso donde se comprueba que toda la información facilitada es correcta y se ajusta a la verdad).
- X. Realización de la Due Diligence y negociación de los acuerdos legales. Según el resultado del proceso de Due Diligence, se determinan aquellos riesgos (fiscales, laborales, financieros, de negocio, etc.) que puede tener la transacción y se negocia con los vendedores cómo gestionar garantías, pagos contingentes, etc.
- XI. Negociaciones finales y firma de los acuerdos legales definitivos.

ESTRUCTURA DE UN MBO

Cada MBO es diferente por sus circunstancias, sector, mercado, etc. No obstante, respecto a la estructura de financiación suelen compartir una estructura similar:

Dado que la legislación española prohíbe la asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones (artículos 81 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y 40.5 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada), es necesaria la creación de una sociedad vehículo para la ejecución de la transacción. A esta sociedad la vamos a llamar NewCo.



El equipo directivo y el inversor financiero aportan capital a la sociedad vehículo, obteniendo deuda bancaria para completar el dinero necesario para comprar la empresa (que denominaremos *target*).

Esta estructura es previa a la adquisición. Una vez realizada dicha adquisición, se procede a la fusión por absorción entre NewCo y la sociedad adquirida:



La deuda de la adquisición se clasifica en dos tipologías:

- Senior: deuda que cuenta con garantías reales por los activos de la compañía adquirida.
- Subordinada: deuda a continuación de la senior en orden de prelación.

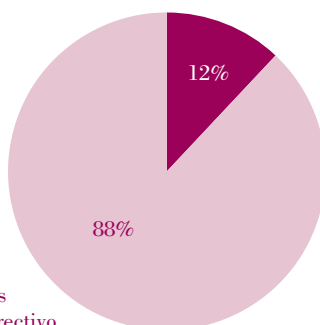
CASO PRÁCTICO

Antecedentes

Productos de Electricidad, S.A., comercialmente conocida como PODESA, era una compañía fundada hace más de cuarenta y cinco años y dedicada tanto a la fabricación como a la distribución de pequeño material eléctrico y de iluminación de exteriores.

En 2005, PODESA tenía unas ventas de 40 millones de euros y un Ebitda de 6,7 millones de euros. Además contaba con un equipo de cuatrocientas cincuenta personas.

PODESA operaba en un mercado liderado por grandes corporaciones internacionales y nacionales. No obstante, la compañía tenía una posición consolidada en el mercado con una cuota de aproximadamente el 15%. PODESA tenía una estructura accionarial no habitual, donde todos los empleados eran accionistas:



El equipo directivo se encontraba en una fase en que, para poder ejecutar el plan de crecimiento diseñado, era precisa la obtención de financiación. Las limitaciones en cuanto a la capacidad financiera de la compañía estaban parcialmente relacionadas con su estructura accionarial.

La compañía tenía una plantilla sobredimensionada para sus necesidades actuales y de futuro, lo que afectaba directamente a su estructura de costes, que era superior a la media de los líderes del sector.

Asimismo, PODESA estaba encontrando limitaciones que lastraban sus necesidades de financiación para acometer los proyectos de inversión recogidos en su plan.

El equipo directivo consideró que lo apropiado era buscar un socio que reforzase el balance de la compañía y que reestructurase la base accionarial abriendo una ventana de liquidez a la inversión realizada por los trabajadores.

Para ello, el equipo directivo contrató a un asesor financiero para que le apoyara en el proceso de reestructuración y búsqueda de un socio que encajase en el plan de negocio.

PODESA comunicó a su asesor financiero cuáles eran sus objetivos prioritarios respecto a la búsqueda e incorporación de un socio financiero:

- Que el nuevo accionista tuviera capacidad financiera suficiente para apoyar el plan de inversiones diseñado por el equipo directivo.
- Alcanzar un consenso para ajustar la plantilla, incluyendo un plan escalonado de prejubilaciones.
- Obtener el mejor precio posible.
- Definir un plazo temporal para todo el proceso razonable.
- Mantener la confidencialidad durante toda la transacción.

	Socio Industrial	Socio Financiero
Potencial visión de un socio de Podesa	<ul style="list-style-type: none"> Compañía consolidada, bien posicionada con buena cuota de mercado. Por folio de productos y/o presencia geográfica complementaria. Sinergias por economías de escala. Control: mayoría como mínimo u opción de alcanzarla en un plazo predeterminado. 	<ul style="list-style-type: none"> Equipo directivo profesional, comprometido y con habilidades complementarias. Industria con potencial de desarrollo y existencia de un plan de negocio claro. Plazo de desinversión de cinco/siete años. Negocio con generación de caja a niveles interesantes.
Pros para Podesa	<ul style="list-style-type: none"> Sinergias por economías de escala. Acceso a nuevas tecnologías, gama de producto y mercados geográficos. 	<ul style="list-style-type: none"> Aportación de capital para el crecimiento. Mejor acceso a fuentes de financiación. Profesionalización de la compañía a un nivel superior.
Contras para Podesa	<ul style="list-style-type: none"> Abrir la compañía a un competidor (efecto mirón). Posible movimiento meramente defensivo. Posibles medidas de ajustes traumáticos de producción y plantilla. Potencial de la marca. 	<ul style="list-style-type: none"> No aportación de tecnología. No acceso a nuevos mercados. Necesidad de evento de liquidez.

Después de analizar los pros y los contras de las dos tipologías de socio en función de los objetivos establecidos, PODESA consideró que el inversor financiero era el que mejor se adaptaba a sus necesidades.

Una vez definido el perfil de socio, el asesor definió una lista de potenciales inversores en función de los siguientes criterios:

- Capacidad de inversión.
- Experiencia previa en MBO.
- Filosofía de inversión.

De este listado, se eligió entre el equipo directivo y el asesor financiero cuatro/cinco posibles inversores que podrían estar interesados en la transacción. Se realizó un proceso de subasta restringida donde se invitó a los potenciales inversores a estudiar la información preparada sobre la compañía, conocer al equipo directivo y su proyecto, etc.

Los potenciales inversores realizaron una serie de ofertas de compra no vinculantes. El asesor valoró todas las opciones y PODESA decidió iniciar conversaciones en exclusiva con uno de los potenciales candidatos, fondo de capital riesgo, que finalmente realizó una oferta vinculante y compró la empresa.

Algunos de los factores decisivos para el equipo directivo de PODESA fueron:

- Oferta económica alineada con las expectativas de valor de la empresa.
- Entendimiento del tejido empresarial español.
- Adecuado nivel de compromiso con el equipo directivo.

Valor de la Transacción

El fondo fijó un precio para el 100% de la compañía en un múltiplo de Ebitda competitivo con las últimas transacciones realizadas en el sector y sobre empresas cotizadas con negocios similares.

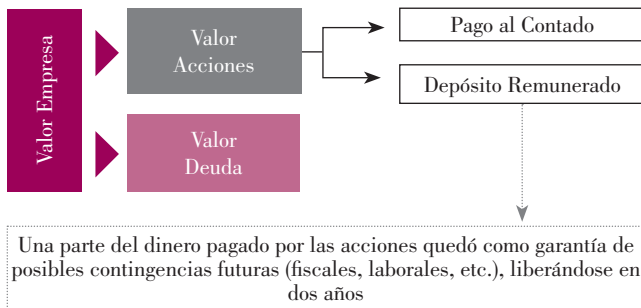
Múltiplos Ebitda Sector Pequeño Material Eléctrico e Iluminación

	2003	2004
Compañías cotizadas (1)	6,2	5,3
Transacciones comparables (1)	7,1	N.D.

(1) Después de ajustes por liquidez, tamaño y control

Estructura de la Transacción

El fondo compró el 88% de las acciones propiedad de los trabajadores y realizó una ampliación de capital de 4 millones de euros.



El equipo directivo mantuvo su 12% suscribiendo una ampliación de capital de 470.000 euros. Para suscribir dicha ampliación de capital, el fondo otorgó un préstamo al equipo directivo con una tasa de interés del 4%, cuya amortización de capital e intereses estaba directamente vinculada con la ejecución del plan de negocio.

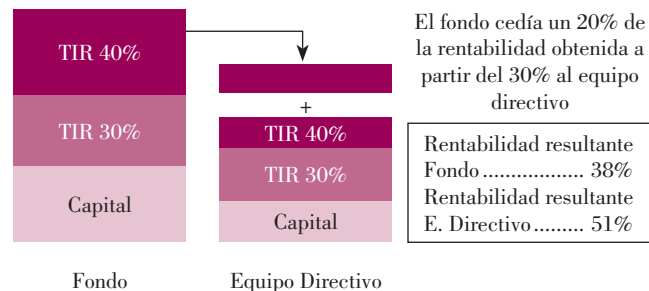
El esquema de incentivos se construyó sobre la base del Ebitda, de esta forma:

- Si se cumplía el plan de negocio al 100%, el incentivo era del 100%, con lo que el equipo devolvía el préstamo.
- Si se cumplía el plan de negocio del 99 al 86%, el incentivo bajaba del 90 al 10% según una escala predefinida.
- A partir de un 85% hacia abajo del cumplimiento del plan, el incentivo era del 0%.

En este caso, el *equity ratchet* se activaba obligando al equipo directivo a liberar acciones al fondo según la métrica de valoración aceptada por ambas partes en el momento de realizar la inversión.

El esquema de incentivos pactados se basaba en la rentabilidad obtenida por el fondo. Éste establecía una tasa interna de retorno anual compuesta del 30%; de toda la rentabilidad que excediera ese 30%, el fondo cedía el 20% al equipo directivo.

El equipo directivo, en función de las acciones que tenía, si cumplía o excedía las perspectivas del plan de negocio y en función del múltiplo sobre Ebitda que se aplicase en la salida, podía llegar a alcanzar un incentivo equivalente al 56% sobre el total a percibir por sus acciones en la venta (considerando el esquema de incentivos).



OTROS EJEMPLOS: ANÉCDOTAS Y CURIOSIDADES

Cómo Hacer un MBO con 1 Euro

Fuente: Cotizalia. (15/12/2008)

Advent ha vendido por 1 euro la compañía de alquiler de maquinaria Hune al equipo directivo. Éste, comandado por Juan Dionis, se ha quedado con la instrumental luxemburguesa, a través de la cual la firma de *private equity* controlaba la compañía de alquiler de maquinaria. Este cambio de titularidad ha sido posible por la apuesta de Banesto y Bank of Scotland en los gestores, a los que han preferido

seguir confiando la suerte de la inversión. Ambos bancos son los mayores acreedores de la compañía con un pasivo de aproximadamente 80 millones de euros cada uno.

Hune cuenta con una deuda de 450 millones de euros, 200 por las adquisiciones y otros 250 por la operativa del negocio. Tras la marcha del capital riesgo, los acreedores han contratado los servicios de un asesor financiero para revisar el plan de negocio de 2010 y han aceptado además concluir la refinanciación de la deuda de Hune antes de fin de año: "Vamos a luchar por sacar la compañía adelante".

Volver a Comprar la Empresa que has Vendido

Fuente: 01/11/2005, PRNewswire.

La empresa de consultoría de dirección de ámbito mundial A.T. Kearney ha anunciado hoy que sus directivos han alcanzado un acuerdo no vinculante para adquirir A.T. Kearney de EDS, su matriz. Una vez cerrado el acuerdo, sus directivos pasarían a ser socios de una nueva e independiente A.T. Kearney.

Se pretende el cierre de la transacción para finales de este año, quedando pendientes las condiciones de cierre habituales. Los detalles financieros del acuerdo no han sido divulgados.

Como parte de la transacción propuesta, A.T. Kearney y EDS participarían en un acuerdo de servicios y *marketing*. Según los términos del acuerdo, A.T. Kearney continuaría proporcionando servicios de consultoría de dirección a EDS y sus clientes. Las dos empresas perseguirán también selectas oportunidades *go-to-market* conjuntas.

"La propiedad de los socios es el modelo que creemos que mejor funciona en el ambiente actual de consultoría de dirección", dijo Henner Klein, consejero delegado de A.T. Kearney. "Para los clientes, esto significa tener una A.T. Kearney más focalizada, con socios y personal cuyos intereses se alineen con los éxitos del cliente. Para los socios y el personal, esto significa un mayor control de nuestro

propio destino, con incentivos crecientes para el funcionamiento y el crecimiento".

Los socios en la renovada e independiente A.T. Kearney poseerían el cien por cien de las acciones con derecho a voto. Los directivos de A.T. Kearney también tendrían la opción de invertir en acciones sin derecho a voto.

"Esta transacción marcaría el principio de un emocionante nuevo capítulo en la larga historia de A.T. Kearney", dijo Klein. "Como empresa independiente, esperamos explorar el espíritu emprendedor de socios y personal, y renovar nuestra dedicación a la creación de valor y resultados para los clientes. Hemos visto ya el poderoso impacto de un foco más agudo en el cliente en el rendimiento de nuestro negocio durante las últimas semanas".

"Cuando tus activos estratégicos principales son tu gente, la sociedad es el mejor modelo," dijo Ashish Nanda, profesor asociado de la Harvard Business School. "La asociación tiene la ventaja de unir a profesionales competentes en una organización compartida, en la cual cada uno tiene una participación financiera, que a su vez proporciona un compromiso legítimo para generar resultados".

A.T. Kearney cuenta con aproximadamente doscientos socios y cerca de mil seiscientos consultores, prestando servicio a clientes de todo el mundo. Fundada en Chicago hace setenta y nueve años, A.T. Kearney fue adquirida por EDS en 1995.

A.T. Kearney Executive Search y A.T. Kearney's Maintenance, Repair and Operations Management Group (MRO) no estarían incluidas en la transacción. EDS y los líderes de estas unidades están explorando activamente las opciones estratégicas para ellas, con intención de aumentar su valor para EDS, dichas unidades y sus clientes.

Roberto de la Cruz
Director de Área de Corporate Finance
de Altair Consultores

■ 4. VALORACIÓN DE EMPRESAS ■

CONCEPTO DE VALORACIÓN

De forma genérica puede considerarse la valoración como "el proceso mediante el cual se obtiene una medición homogénea de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa o una medición de su actividad, de su potencialidad o de cualquier otra característica de la misma que interese cuantificar".

Valorar una realidad económica no es una tarea exclusivamente técnica, aunque un enfoque técnico erróneo puede invalidarla. Valorar es emitir una opinión, un juicio de valor que es siempre subjetivo y, como cualquier opinión, puede no estar suficientemente fundamentado.

Los fundamentos de una valoración no son exclusivamente técnicos. En consecuencia, no existe un valor absoluto y único para una realidad económica, aunque existe un valor razonable. Una valoración correcta es aquella que se fundamenta en unos supuestos razonables y está bien realizada técnicamente. El componente subjetivo de cualquier valoración económica se estructura a partir de la respuesta adecuada a las siguientes preguntas: valor para qué, valor para quién y valor en qué circunstancias.

De acuerdo con lo anterior, podríamos resumir el concepto de valoración y su significado en los siguientes puntos:

- Para valorar una realidad económica hay que conocer esa realidad. No existen "valoradores" universales.
- La utilidad de la valoración de un negocio es directamente proporcional al conocimiento que del mismo tiene quien valora.
- Valorar correctamente requiere entender el modelo de valoración que se pretende aplicar: limitaciones, supuestos teóricos y prácticos, etc.
- Un modelo de valoración es tanto mejor cuanto más ayuda a entender la realidad del negocio que se pretende valorar.

*"Sólo un necio confunde valor y precio"
Antonio Machado*

- Deben emplearse supuestos razonables y explicitar las variables que se emplean en el modelo: no existen fórmulas ni variables "mágicas".
- En la práctica, el proceso de valoración no es un ejercicio puramente académico ni un despliegue de habilidades cuantitativas: toda valoración tiene un objetivo, un punto de vista y parte de una realidad objetiva.
- Para una misma realidad económica, establecidos el qué, para quién y en qué circunstancias, el valor económico correcto es único con independencia del método o técnica empleado. Esto a pesar del contenido "subjetivo" del proceso.
- Toda valoración debe contrastarse con resultados (vertiente "científica").

CONSIDERACIONES SOBRE PRECIO Y VALOR

¿Cuánto vale su empresa? Si a uno le hicieran esta pregunta se plantearía una duda con respecto a la misma: ¿qué deseo conocer, su valor o su precio?, ¿es acaso lo mismo? Cuando una compañía paga una cierta cantidad de dinero por otra, ¿está pagando el valor de sus activos productivos menos sus deudas, es decir, el valor de su patrimonio según su contabilidad, o acaso la potencialidad para obtener dinero en el futuro?

Para las empresas no cotizadas no hay mercado, no hay oferta ni demanda. A pesar de ello el precio se determina como resultado de una negociación entre el vendedor y el comprador en la cual el valor, calculado por uno u otro método, representará solamente una guía, un sustituto del mecanismo del mercado o simplemente un determinante de los límites del precio.

Como distinción básica habrá que señalar que el valor se determina en **abstracto**, en tanto que el precio tiene en cuenta elementos **subjetivos**; el valor implica la posibilidad, el precio es la realidad

derivada de la negociación o de cierta concurrencia, siendo la base de la discusión el valor estimado.

Existen, por tanto, dos conceptos íntimamente relacionados en muchas ocasiones a la hora de valorar una empresa (**valor y precio**). Sin embargo, hay que saber separar y distinguirlos, puesto que mientras el valor es potencialidad objetiva, el precio es el resultado de la negociación entre dos partes.

Resumiendo, es preciso hacer una doble consideración:

- El proceso de valoración tiene como finalidad determinar un **rango de valores** razonables dentro del cual puede situarse el valor de un determinado negocio. En consecuencia, se trata de una **estimación** que en ningún caso lleva a determinar una cifra única y exacta.
- Dicho proceso de valoración tiene por objeto determinar el **valor intrínseco** de un negocio y no su valor de mercado o precio, siendo ésta una consideración importante y que es preciso no olvidar.

Por tanto, debemos distinguir entre los siguientes conceptos:

- El **valor intrínseco o económico** es una estimación objetiva del valor actual y potencial de un negocio a la que se llega aplicando una serie de métodos de general aceptación en la comunidad de negocios.
- El **precio** de un negocio, por el contrario, es aquel que surge de un proceso de negociación entre comprador y vendedor; y como tal incorpora aspectos subjetivos de ambas partes (importancia estratégica, grado de control, fiscalidad, etc.).

RAZONES PARA VALORAR UNA EMPRESA

Hay múltiples razones para valorar una empresa, tanto desde la vertiente interna como desde la vertiente externa.

Desde la vertiente interna, es decir, desde la perspectiva de la empresa y orientada a sus gestores, las razones más frecuentes (no excluyentes) son las siguientes:

- Conocer la situación y/o evolución del patrimonio de la empresa.
- Evaluar la creación de valor (riqueza) para el accionista durante un cierto período de tiempo.
- Verificar la gestión llevada a cabo por el órgano de administración de la empresa en términos del cumplimiento de su fin último que es precisamente crear valor para el accionista.
- Establecer la política de dividendos.
- Conocer la capacidad de endeudamiento y poder así establecer una estructura financiera adecuada.
- Ampliaciones de capital.
- Herencia, sucesión de la empresa, etc.

Desde la vertiente externa, es decir, desde la perspectiva de terceros interesados en la empresa (entidades financieras, inversores, etc.) las razones más frecuentes (no excluyentes) son las siguientes:

- Acometer procesos de transmisión total o parcial de la empresa.
- Separación o incorporación de socios.
- Adquisición de la empresa, total o parcial, por parte de inversores; bien de forma interna (los propios directivos, lo que se conoce como operación de *management buy out* o MBO), bien de forma externa (terceros, lo que se conoce como operación de *management buy in* o MBI) o una combinación de ambas.
- Compra de la empresa por otra compañía.
- Fusiones.
- Reestructuraciones complejas de deuda.

ETAPAS DEL PROCESO DE VALORACIÓN

La valoración de una empresa es un proceso; nunca la simple aplicación de una fórmula matemática y, en cualquier caso, los factores a manejar deben estar claramente conceptuados y definidos.

dicho proceso consta de las siguientes etapas:

1. Conocer la empresa y su cultura organizativa. Implica conocer a su personal, su forma de actuar y de resolver problemas. Para ello se deberá visitar la empresa y entrevistar a sus miembros, así como recabar información de personas e instituciones ajenas a la empresa, pero que se relacionen con ella por motivos de trabajo (clientes y proveedores, por ejemplo) y **conocer el negocio y su entorno**, su evolución histórica y situación actual y prevista con el fin de valorar su situación financiera y analizar el sector en que opera y la economía del país o países en que se desarrolla su actividad.

2. Prever el futuro. Consiste en calcular el valor real de la empresa de acuerdo con las expectativas futuras de generación de flujos de caja y el riesgo asociado a los mismos. A dicha valoración se llega a través de la aplicación de diversos métodos de valoración sobre estados financieros proyectados (balance de situación, cuenta de resultados, estado de flujos de efectivo y estado de cambios en el patrimonio neto).

3. Determinar los parámetros para la valoración. Consiste en determinar aspectos tales como el riesgo de la inversión, el coste del capital y de la deuda, el horizonte temporal de la valoración, etc., así como los criterios para estimar el valor residual.

4. Conclusión. Consiste en interpretar los resultados obtenidos por el experto en valoración con arreglo a la finalidad perseguida.

MODELOS DE VALORACIÓN DE ACCIONES

Podemos encontrar en la literatura financiera diversos modelos que se han utilizado para la valoración de acciones [o de la compañía]. Tales modelos dan cobertura, principalmente, al modelo de descuento de flujos de caja [en sus distintas aproximaciones], al método de los comparables y a la valoración de acciones a través de opciones; si bien, la comunidad financiera se ha centrado, fundamentalmente, en el método o modelo del descuento de flujos de caja (DCF).

Así, una clasificación de los principales modelos de valoración basados en el descuento de flujos de caja sería la siguiente:

- Modelos basados en el **descuento de dividendos** (DDM).
- Modelos basados en el **descuento de flujos de caja libre** (DFCF).
- Modelos basados en el **descuento del valor económico añadido** (EVA).
- Modelos basados en el **descuento de la renta residual** (RIM) o los **resultados anormales** (AR).

Aunque matemáticamente los distintos modelos de valoración de acciones basados en los flujos de caja conducen a los mismos resultados, el contenido informativo de cada uno de ellos es diferente, ya que utilizan diversos conceptos para su formulación, lo que los dota de una indudable riqueza a efectos de la identificación de los principales inductores del valor intrínseco de las acciones.

Dado que en la práctica profesional los modelos más utilizados son los basados en el descuento de flujos de caja libre (bien se refiera a los flujos de caja libre del capital invertido o los flujos de caja libre del accionista), nos vamos a centrar en los mismos, por considerarlo más práctico.

MODELOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRE (DFCF)

El modelo de descuento de flujos de caja libre (DFCF) sustituye los dividendos por los flujos de caja libre (FCF) bajo la asunción de que dichos flujos de caja ofrecen una mejor aproximación del valor creado durante un cierto período de tiempo; dado que el modelo basado en el descuento de dividendos considera la distribución de la riqueza [dividendos], pero no la creación de la misma.

La lógica que preside el modelo del DFCF es que el valor de cualquier activo es una función de la dimensión de los flujos de caja que genera, del tiempo durante el cual genera dichos flujos de caja y del nivel de riesgo asociado a la generación de los mismos, aspectos

estos de enorme importancia de cara a entender de forma adecuada el concepto de creación de valor para el accionista; tal y como hemos señalado.

$$E_0 = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{1+WACC^t} + ECMS_0 - D_0 - PS_0 \quad (1)$$

[1] [2] [3] [4]

donde FCF son los flujos de caja libre, $ECMS$ representa los valores líquidos y el exceso de caja sobre la tesorería mínima operativa, D es el valor de mercado de la deuda y PS es el valor de mercado de las acciones preferentes. La suma de los términos [1] y [2] de la expresión (1) anterior representa el valor intrínseco del capital invertido o de la empresa (V), también denominado *enterprise value*.

El valor intrínseco de las acciones de una compañía puede expresarse a través de la fórmula (1) anterior, que utiliza los FCF, o a través de los flujos de caja de las acciones (ECF) [la relación existente entre FCF y ECF es que $FCF = ECF + DebtCF$, donde $DebtCF$ son los flujos de caja de la deuda, consistentes en la toma y/o devolución de deuda y los pagos por intereses, netos del efecto fiscal], de acuerdo con Knight (1998), de la siguiente manera:

$$E_0 = \sum_{t=0}^n \frac{ECF_t}{1+Ke^t}$$

donde ECF representa el flujo de caja de las acciones y Ke es la tasa de rentabilidad exigida a las mismas.

Así pues, el valor intrínseco de las acciones (E) puede determinarse utilizando los FCF o los ECF, ya que su equivalencia matemática ha sido demostrada, bien con el método tradicional del VAN o NPV, o del APV, que posibilita la identificación de los flujos de caja en función de si su origen es operativo, financiero o relacionado con los impuestos, siendo el APV, desde este punto de vista, de mayor contenido informativo que el NPV, ya que proporciona una clara visión de todas

las fuentes creadoras de valor: De hecho, APV es igual a NPV más el efecto fiscal de las decisiones financieras, fundamentalmente el efecto derivado de los ahorros fiscales por el uso de la deuda y el valor actual esperado del coste de quiebra.

Por otro lado, el valor de la empresa puede representarse de la siguiente forma:

$$V = E + D$$

donde D representa el valor intrínseco de la deuda y E el valor intrínseco de las acciones.

Así, la anterior expresión del valor intrínseco de las acciones (E) también puede expresarse de acuerdo con un modelo de descuento de FCF, de la siguiente forma:

$$E_0 = V_0 - D_0 = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} - D_0$$

Esta fórmula señala que el valor intrínseco de las acciones (E) en el momento t_0 es igual al valor intrínseco de la compañía (V) menos el valor intrínseco de la deuda (D), donde FCF representa los flujos de caja libre y $WACC$ el coste medio ponderado del capital.

La determinación del valor intrínseco de las acciones a través de los FCF y no los ECF ofrece más información y posibilita claramente la identificación de los inductores de creación de valor; de ahí que nos decantemos por el desarrollo conceptual del contenido de los FCF, que pasamos a exponer a continuación.

El FCF puede expresarse de la siguiente forma:

$$FCF = EBIT(1-T)(1-Rr)$$

donde $EBIT$ representa los beneficios antes de intereses e impuestos, T es la tasa corporativa de impuestos y Rr corresponde a la tasa de reinversión [representa el porcentaje de inversión en

relación con el $EBIT(1-T)$] que, a su vez, puede expresarse de la siguiente manera:

$$Rr = \frac{CapEx - A + \Delta NOF}{EBIT(1-T)}$$

donde $CapEx$ es el gasto de capital en activos fijos, A las amortizaciones y ΔNOF representa las inversiones netas incrementales en NOF (necesidades operativas de fondos).

La relevancia del FCF en la creación de valor para el accionista se ha demostrado en varios estudios de investigación y se acepta, generalmente, que **el valor de mercado de las acciones depende de la habilidad de una compañía de generar FCF a largo plazo**. Los FCF explican el valor de la compañía y éstos dependen, básicamente, del crecimiento [cifra de negocios y beneficios] y de la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC).

Por otro lado, es importante señalar que el DFCF se fundamenta en que únicamente se crea valor cuando se obtiene un rendimiento de la inversión superior al que se obtendría de inversiones de similar riesgo, lo que es totalmente compatible con el concepto de creación de valor para el accionista y el postulado básico de que únicamente se crea valor cuando la rentabilidad obtenida sobre el capital invertido (ROIC) supera el coste medio ponderado del capital (WACC) que, en este caso, actuaría de coste oportunidad.

Con el fin de mostrar las particularidades del método de descuento de flujos de caja (DCF), vamos a identificar las fases fundamentales a seguir en la valoración técnica de cualquier empresa:

1. Análisis de datos históricos

El primer paso para valorar una empresa consiste en analizar sus datos históricos. Un adecuado conocimiento de sus rendimientos pasados nos proporcionará una perspectiva fundamental para efectuar y evaluar las proyecciones financieras futuras.

2. Elaboración de proyecciones financieras

Una vez analizados los datos históricos de la empresa podemos pasar a efectuar proyecciones sobre los resultados futuros de la misma. La clave está en conseguir el máximo entendimiento sobre las variables críticas (inductores) de generación de valor de la empresa en el futuro (y su impacto en el crecimiento y en la rentabilidad sobre el capital invertido).

3. Cálculo de los flujos de caja (FCF y ECF)

Para determinar el valor de las acciones de una empresa pueden seguirse caminos alternativos que conducen al mismo resultado, pero que es necesario distinguir para no confundirlos en una aplicación concreta. Nos referimos a la valoración de la empresa a través del flujo de caja para las acciones (ECF) descontado al coste de los recursos propios o del capital (K_e) o al flujo de caja libre (FCF) descontado al coste medio ponderado del capital (WACC).

Según este método de valoración, que acepta el criterio de continuidad de la empresa o de negocio en marcha, el valor de los fondos propios (E) equivale al valor actual de la corriente esperada del **flujo de caja para el accionista (ECF)**. Este flujo estima el efectivo generado y disponible para remunerar a los accionistas, que queda como residual después de satisfacer todos los pagos a los suministradores de bienes, servicios y financiación ajena, incluyendo los impuestos.

Frente al flujo de caja para los accionistas (ECF), surge el concepto de **flujo de caja libre (FCF)**. Según este método el valor teórico del activo neto, o valor de la empresa, equivale al valor actual de las rentas que se prevé que genere, siendo estas rentas el denominado flujo de caja libre (FCF). El flujo de caja libre representa los fondos generados por la empresa después de atender a todos los desembolsos ligados con sus costes operativos e impuestos y con las inversiones previstas, pero excluyendo los flujos derivados de su financiación.

4. Cálculo del coste del capital (K_e)

Aunque en la literatura financiera existen tres aproximaciones fundamentales para estimar la tasa de rentabilidad exigida a las acciones o el coste esperado del capital [$E(K_e)$]; a saber: el modelo *risk premium*, el modelo de descuento de flujos de caja y los modelos de determinación del precio de los activos de capital, entre los que podemos destacar, por su relevancia, el *capital asset pricing model* (CAPM).

En la práctica profesional se utiliza el modelo CAPM que viene a decir que el coste del capital (tasa de rentabilidad exigida a las acciones) depende, en esencia, de la suma de dos factores: una tasa de rentabilidad libre de riesgo (deuda del Estado a largo plazo) más una prima de riesgo específica de la acción que, a su vez, viene determinada por la prima esperada de riesgo del mercado corregida por un coeficiente corrector, llamado beta, que representa el riesgo no sistemático de dicha acción.

Su explicación detallada queda fuera del alcance de este capítulo y puede consultarse en el libro **Valoración de Empresas por Flujos de Caja Descontados** elaborado por Altair y que puede obtenerse gratuitamente en nuestra página web, donde el lector además podrá profundizar en el resto de aspectos contemplados en este capítulo.

5. Determinación del coste medio ponderado del capital (WACC)

El coste medio ponderado del capital (WACC) mide el coste de la financiación que utiliza la empresa, es decir, el promedio de los rendimientos exigidos por los accionistas y los prestamistas de fondos o media ponderada de los costes de las fuentes de financiación que financian el capital invertido.

Esta ponderación se realiza con los respectivos valores de mercado de deuda y capital, que son los relevantes para tomar decisiones, y se calcula de la siguiente forma:

$$WACC = \frac{K_e E + K_d (1 - T) D}{E + D}$$

donde:

K_e = Coste de los recursos propios o del capital.

E = Valor de mercado de los fondos propios.

K_d = Coste de la deuda.

T = Tipo impositivo efectivo de la compañía.

D = Valor de mercado de la deuda.

6. Estimación del valor residual o terminal (VT)

La vida de los activos [capital invertido] de una empresa no es infinita. Sin embargo, una de las hipótesis básicas que se asume en todos los modelos de valoración es que la vida de la compañía es indefinida; si bien es preciso destacar que a partir de cierto momento la continuidad de la misma no añade valor para el accionista.

Dado que no es posible estimar los flujos de caja libre siempre, es necesario fijar un horizonte temporal limitado de estimación de los flujos de caja libre esperados y determinar un valor [denominado valor residual o terminal] que refleje todos los flujos de caja libre más allá del horizonte temporal limitado de estimación.

La estimación del valor residual o terminal, así considerada, depende de una cuidadosa valoración de la posición competitiva de la compañía al final del período cubierto por el horizonte temporal proyectado. Así, la tasa de crecimiento a largo plazo que se utiliza para la determinación del valor residual debe ser sostenible en el tiempo y estar en línea con el crecimiento del mercado y el nivel de competitividad del mismo.

La aproximación más consistente con el modelo de descuento de flujos de caja libre (DFCF) es aquella que asume que los FCF, más allá del horizonte temporal limitado, crecen siempre a una tasa cons-

tante g ; de tal forma que el valor terminal (VT) puede ser estimado mediante la siguiente fórmula:

$$VT_t = \frac{FCF_{t+1}}{(WACC_t - g_t)} = \frac{FCF_t(1 + g)}{(WACC_t - g_t)}$$

donde tanto $WACC$ como g [aquí como tasa de crecimiento del FCF] se supone que son sostenibles siempre.

No hay una respuesta única a los criterios e hipótesis que deben utilizarse para la determinación del valor terminal. Esto es especialmente importante porque, habitualmente, el valor terminal constituye una proporción muy significativa del valor total del negocio de una compañía.

La elección del modelo más adecuado para la determinación del valor terminal va a depender de las expectativas sobre los flujos de caja libre futuros del negocio que, a su vez, van a depender de factores tales como la fase del ciclo de negocio en el que se encuentra la compañía; si bien es necesario considerar que a largo plazo pocas compañías pueden esperar obtener un diferencial $ROIC-WACC > 0$. En la práctica y dado que la tasa g es lo que diferencia a un modelo de otro, suele optarse por la adopción de un modelo que considera diferentes fases de crecimiento.

En la primera fase [del modelo de período de alto crecimiento] se utiliza la tasa g que se deriva del flujo de caja libre normalizado existente en el período $t+1$ respecto a los períodos inmediatamente anteriores; en una segunda fase [período de transición], se utiliza una tasa g equivalente a la tasa de crecimiento del PIB más la inflación prevista durante un período de cinco años; y en la tercera fase [período sin crecimiento o con crecimiento sin creación de valor], se supone que la tasa g es nula. Un modelo similar utiliza la compañía The Boston Consulting Group en sus investigaciones.

Es muy importante tener en cuenta que el método de la renta perpetua para el cálculo del valor residual no está basado en el supuesto

de que todos los futuros flujos de caja libre son iguales. Sencillamente, refleja el hecho de que tales flujos de caja, procedentes de inversiones futuras, no influirán en el valor de la empresa porque para tales flujos de caja el diferencial $ROIC-WACC=0$ y, en consecuencia, no se creará valor para el accionista.

7. Resumen de la valoración (E)

Conocido el movimiento del flujo de caja para el accionista (ECF) durante el período planificado y el coste del capital de los fondos propios (Ke) de cada año, sólo resta estimar el valor residual (VT) de los fondos propios de acuerdo con el procedimiento antes señalado para determinar el precio de mercado de éstos.

De este modo, el valor intrínseco de las acciones (E) se obtiene descontando al momento de la valoración el flujo de caja del accionista (ECF) de cada año y el valor residual (VT) estimado como una renta perpetua creciente a una tasa g , al coste de los recursos propios (Ke).

Por otro lado, el valor del activo neto de una empresa ($V=E+D$), o *enterprise value*, se puede obtener, alternativamente, como:

- Suma de los valores de los fondos propios y de la deuda con coste explícito (este sería el método asociado al flujo de caja de las acciones).
- Suma del valor actual de los flujos de fondos que se prevé que genere la empresa, sin considerar los asociados a su financiación (método del flujo de caja libre).

De este modo, el valor del activo neto (V) se obtiene descontando al momento de la valoración el flujo de caja libre (FCF) de cada año y el valor residual (VT) estimado como una renta perpetua creciente a una tasa g , al coste medio ponderado del capital ($WACC$).

Como contraste de estos dos métodos debemos observar cómo el valor del activo neto (V) a través del FCF coincide con la suma de

los valores de mercado de los fondos propios (E) a través del ECF y de la deuda (D).

ERRORES A EVITAR EN LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Por último y ya para concluir, vamos a exponer algunos de los principales errores que comúnmente se cometen en la valoración de empresas.

Errores en el cálculo de la tasa de descuento que afecta al riesgo de la compañía:

- Utilización de erróneas tasas libres de riesgo; por ejemplo utilización de la media histórica de la tasa libre de riesgo, o utilización como tasa libre de riesgo de la deuda del estado a corto plazo o cálculo inadecuado a la verdadera tasa libre de riesgo.
- Cálculo erróneo de la beta; por ejemplo utilizando las betas históricas de la industria, o medias de betas de compañías similares o incluso betas históricas de las compañías cuando los resultados van en contra del sentido común, asumir que la beta calculada de datos históricos considera el riesgo país, utilizar fórmulas inadecuadas para apalancar o desapalancar la beta.
- Estimaciones erróneas de la prima de riesgo de mercado; por ejemplo considerar que la prima de riesgo de mercado requerida es igual a la prima de riesgo histórica, o suponer que la prima de riesgo del mercado requerida es cero.
- Cálculo erróneo del coste medio ponderado del capital ($WACC$); por ejemplo utilizar ratios entre capital y deuda diferentes a los

- que resultan de la valoración, utilizar valores contables de la deuda y del capital o fondos propios para su estimación.
- Erróneo tratamiento del riesgo país.

Errores en el cálculo o estimación de los flujos de caja esperados:

- Errónea definición de los flujos de caja.
- Olvidarse de proyectar el balance de situación, lo que afecta a determinados flujos de caja.

Errores en la estimación del valor terminal o valor residual:

- Utilizar flujos de caja inconsistentes cuando se estima el valor residual a perpetuidad.
- Utilizar fórmulas específicas que no tienen sentido económico.
- Utilizar medias aritméticas en lugar de medias geométricas para medir el crecimiento.
- Asumir que la perpetuidad se inicia antes del período en que realmente debiera empezar.

Como puede apreciarse, demasiadas fuentes potenciales de error para que la valoración de una empresa se deje en manos inexpertas. Si ya es difícil valorar una compañía, al menos que dicha valoración sea realizada por expertos que mitiguen los riesgos de error.

Artemio Milla
Doctor en Economía
Socio-Director de Altair Consultores

■ 5. LA GESTIÓN ORIENTADA AL VALOR ■

INTRODUCCIÓN

Durante los últimos años se ha desarrollado un interés especial por la denominada **gestión basada en el valor**, que trata de orientar la gestión de las compañías hacia la maximización de la riqueza de los accionistas y que sitúa a dicha maximización de la riqueza (creación de valor para el accionista) como el objetivo fundamental de la compañía.

La idea de la gestión basada en el valor no es un concepto nuevo. Ya desde la década de los años cincuenta del siglo XX se venía afirmando que el objetivo fundamental de una compañía es **maximizar la riqueza de los accionistas**.

Orientar la gestión de la compañía hacia la creación de valor para el accionista se ha convertido así en uno de los principales y novedosos temas de aplicación práctica en el mundo empresarial, que preocupa a los accionistas e inversores, a los analistas bursátiles y financieros, a los órganos de administración de las compañías, a los empleados, a los gestores, a los investigadores académicos y, en general, a todos aquellos interesados en el campo de las finanzas corporativas, a tenor de la amplia literatura existente al respecto y de las múltiples investigaciones realizadas.

De hecho, hay cada vez un mayor interés por parte de los accionistas en controlar los resultados de las compañías en las que invierten su dinero. Esto ha conducido a una cultura de creación de valor donde los accionistas no se conforman con invertir y esperar a obtener resultados, como en el pasado, sino que **exigen a los gestores de la empresa que maximicen el valor de sus inversiones**; lo que supone, desde esta óptica, un cambio de paradigma en las relaciones entre gestores y accionistas.

La creación de valor para el accionista es un concepto ampliamente relacionado con las más recientes teorías en el mundo de las finanzas corporativas. Así, la creación de valor para el accionista está fuerte-

*"El fin último de cualquier empresa es crear valor para sus accionistas"
Tom Copeland (McKinsey)*

mente influenciada por la teoría de la eficiencia informacional de los mercados de capitales (EMH), la teoría de cartera, la teoría de la determinación del precio de los activos, la teoría de opciones y la teoría de la agencia; por lo que el estudio de dicha creación de valor es, sin duda, de enorme relevancia.

Pero ¿Qué se Entiende por Creación de Valor?

La creación de valor para el accionista puede observarse desde una doble perspectiva: **perspectiva interna** (perspectiva de la compañía, observable para todas las compañías) y **perspectiva externa** (perspectiva del mercado, sólo observable en compañías cotizadas).

Desde la **perspectiva interna** se asume que se crea valor para el accionista cuando la tasa interna de retorno de los flujos de caja libre de todas las inversiones acometidas por una compañía (IRR_{FCF}) excede el coste medio ponderado del capital (WACC), es decir, se opera bajo un diferencial $IRR_{FCF} - WACC > 0$ [lo que implicaría un valor actual neto ($NPV > 0$)] o, lo que es lo mismo, cuando la tasa interna de retorno de los flujos de caja de las acciones (IRR_{ECF}) excede la tasa de rentabilidad que se exige a las mismas (Ke), es decir, cuando $IRR_{ECF} - Ke > 0$.

En consecuencia con lo anterior, **el criterio del NPV**, que ha sido utilizado desde hace mucho tiempo para la selección de proyectos de inversión, **es el único adecuado para medir la creación de valor para el accionista**.

Por otra parte, para medir el valor creado para el accionista durante un período de tiempo determinado es necesario conocer el valor de las acciones al inicio y al final del período de estimación, así como otros cambios en la riqueza del accionista producidos durante dicho período (básicamente flujos de caja disponibles para las acciones y

ampliaciones y reducciones de capital). El valor de dichas acciones depende únicamente de lo que esperamos que ocurra en el futuro. En definitiva, depende de las expectativas, que serán diferentes en función de cada sujeto y que están sujetas a riesgo e incertidumbre y al efecto del valor del dinero en el tiempo, lo que obliga a actualizar dichas expectativas (criterio NPV).

Así, para la valoración de una compañía (o de las acciones), la aplicación de métodos de valoración que consideren la dimensión, la temporalidad y el riesgo de los flujos de caja derivados de los activos [flujos de caja libre (FCF) o flujos de caja disponibles para las acciones (ECF)] determina, en un momento dado, el valor de dicha compañía (V) [o de las acciones (E)], también denominado valor intrínseco o económico.

Por tanto, desde la perspectiva interna una compañía crea valor para el accionista durante un período determinado (cambios en la riqueza del accionista) cuando $V_t + FCF_t > V_{t-1} (1 + WACC)$ o, lo que es lo mismo, $E_t + ECF_t > E_{t-1} (1 + Ke)$, es decir, cuando el valor de la compañía en el momento t (o de las acciones) más los FCF (o los ECF) generados en dicho período superan al valor de la compañía (o el valor de las acciones) en el momento anterior t-1 capitalizado a la tasa de rentabilidad exigida al capital invertido por la compañía (WACC) [o a la tasa de rentabilidad exigida a las acciones (Ke)].

La expresión anterior $E_t + ECF_t > E_{t-1} (1 + Ke)$ o, lo que es lo mismo, que para crear valor para el accionista es necesario que $E_t + ECF_t - E_{t-1} (1 + Ke) > 0$ es matemáticamente equivalente a señalar que la creación de valor desde la perspectiva interna puede medirse a través de la riqueza creada para el accionista desde esta perspectiva (SVC[Pi]), expresada de la siguiente forma:

$$SVC[Pi]_t = E_{t-1} (TBR_t - Ke_t) \quad (1)$$

donde E_{t-1} es el valor intrínseco de las acciones en el período t-1, determinado de acuerdo con un modelo de flujos de caja descontados, TBR_t es la rentabilidad total del negocio (de las acciones) en el período t y Ke_t es la rentabilidad exigida a las acciones en el período t, ex-ante.

Desde la **perspectiva externa** una compañía crea valor para el accionista en un período de tiempo determinado cuando la rentabilidad obtenida de las acciones (TSR) supera la tasa de rentabilidad exigida a las mismas (Ke), es decir, cuando obtiene un diferencial $TSR - Ke > 0$. **Tampoco existe un consenso acerca de cómo medir la creación de valor para el accionista**; pues se utilizan en la literatura financiera y en la práctica profesional diversas medidas para su cuantificación, como más adelante veremos.

De hecho, la creación de valor para el accionista desde la perspectiva externa (SVC[Pe]) puede determinarse de acuerdo con la siguiente expresión –obsérvese la similitud de esta expresión (2) y la expresión anterior (1)–:

$$SVC[Pe]_t = MVe_{t-1} (TSR_t - Ke_t) \quad (2)$$

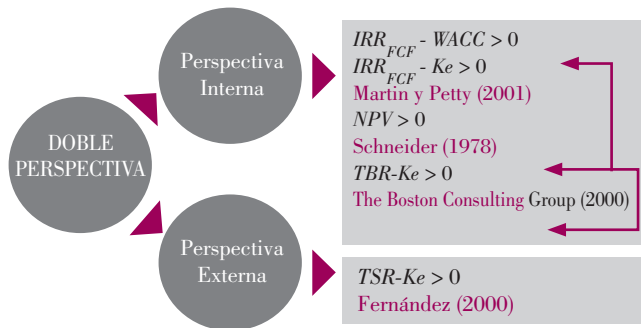
donde MVe_{t-1} es el valor de mercado de las acciones en el período t-1, TSR_t es la rentabilidad total de las acciones en el período t y Ke_t es la rentabilidad exigida a las acciones en el período t, ex-ante.

A continuación presentamos dos Cuadros Resumen de lo anteriormente expuesto a efectos de una mejor comprensión y síntesis de lo expuesto:

Cuadro Resumen 1: Gestión Basada en el Valor



Cuadro Resumen 2: la Doble Perspectiva de la Creación de Valor



Encontrar **medidas adecuadas de creación de valor** para el accionista desde la perspectiva externa a través de la identificación de medidas de creación de valor para el accionista que midan de forma adecuada el cambio en la riqueza de los mismos durante un cierto período de tiempo y que se sustenten en el valor de mercado de las acciones (y sus cambios) y/o la rentabilidad de las mismas, siendo únicamente observables en empresas cotizadas, y, además, ser capaz de vincular dichas medidas con las medidas de resultado empresarial o de creación de valor desde la **perspectiva interna**, con el fin de posibilitar a los gestores de las compañías la toma de decisiones empresariales, es otro de los grandes retos a los que se enfrenta la filosofía de la gestión orientada al valor.

La vinculación entre la perspectiva interna (valor intrínseco de las acciones) y la perspectiva externa (su valor de mercado) ha sido ampliamente estudiada en la literatura financiera, pues se enmarca dentro del análisis fundamental y la valoración de empresas que, como más adelante veremos, ha sido uno de los aspectos más estudiados en el campo de la investigación empírica sobre los mercados de capitales y otorga una especial relevancia valorativa a la información contable.

Por otro lado, a largo plazo, el valor de mercado de una compañía (de sus acciones) debe ser igual al valor presente de los flujos de caja futuros estimados de las operaciones actuales y futuras, descontados a una tasa de riesgo, estableciendo de esta manera una vinculación

entre el valor de mercado de las acciones y sus cambios (perspectiva externa) y su valor intrínseco (perspectiva interna). El vínculo entre ambas perspectivas puede establecerse, de acuerdo con los principios básicos de la teoría de finanzas, a través de la hipótesis de eficiencia informacional de los mercados de capitales (EMH).

De hecho, uno de los principales campos de la investigación empírica sobre los mercados de capitales ha centrado la atención en el estudio de la eficiencia informacional de dichos mercados a través del análisis del contenido informativo de los resultados contables (y por extensión, de otras medidas de resultado empresarial basadas en la renta residual y en los flujos de caja libres o de las acciones) en un intento de determinar si la información contable posee relevancia valorativa; como así ha quedado demostrado a tenor de las múltiples investigaciones empíricas desarrolladas.

Pero no solamente la filosofía de la gestión orientada al valor tiene como uno de sus grandes retos la identificación de medidas adecuadas de creación de valor desde la doble perspectiva, externa e interna. Otro gran reto es identificar las palancas o inductores que promueven dicha creación de valor. No se trata sólo de medir la creación de valor para el accionista, sino de identificar las fuentes de creación de valor y promover y gestionar dicha creación de valor.

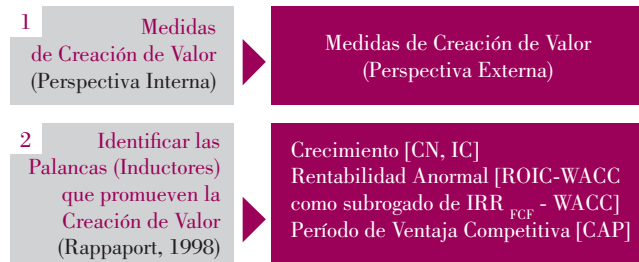
Lo anterior nos introduce en el concepto de **inductores de creación de valor**, que constituyen la raíz de la creación de valor para el accionista, tanto desde la perspectiva interna como externa. Así, si una compañía desea orientar su gestión desde la perspectiva de la creación de valor para el accionista, lo más importante es que identifique los inductores que aumentan el valor de mercado de las acciones.

Aunque los inductores de creación de valor pueden identificarse en toda la compañía, tal y como veremos más adelante, **el crecimiento** (de la cifra de negocios, del capital invertido, de los flujos de caja, etc.), la **rentabilidad anormal** [expresada en términos del diferencial entre la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) y el coste medio ponderado del capital (WACC), es

decir, de ROIC-WACC, donde ROIC se utiliza como subrogado de IRR_{FCF} o del diferencial entre la rentabilidad financiera (ROE) y la tasa de rentabilidad exigida a las acciones (K_e); es decir, de $ROE - K_e$ y el **período de sostenibilidad (CAP)** o de ventaja competitiva (expresado en términos del número de años que una compañía opera con diferenciales $ROIC - WACC > 0$) pueden considerarse, a tenor de la literatura examinada, tanto teórica como empírica, como los inductores fundamentales de creación de valor para el accionista.

A continuación presentamos un Cuadro Resumen de lo anteriormente expuesto a efectos de una mejor comprensión y síntesis:

Cuadro Resumen 3: Grandes Retos



EL CONCEPTO DE GESTIÓN ORIENTADA AL VALOR

Aunque existen diversas acepciones del concepto de gestión orientada al valor (VBM), todas ellas tienen un denominador común: **el objetivo primordial de la empresa es la creación de valor para sus accionistas.**

Así, de entre las definiciones examinadas, podemos destacar las siguientes:

- "VBM es un modelo de gestión que sitúa a la creación de valor para el accionista en el centro de la filosofía de la empresa. La maximización de la riqueza para el accionista guía la estrategia de la compañía, su estructura, sus procesos y la retribución de sus directivos y establece qué medidas deben ser utilizadas para evaluar el resultado empresarial" [KPMG (1999), p. 4].

- "VBM es un proceso continuo que involucra a la estrategia, la planificación financiera, las medidas de rendimiento empresarial (internas y externas) y los sistemas de compensación a la dirección. Comienza con la planificación estratégica para alcanzar ventajas competitivas que permitan lograr un crecimiento superior en los beneficios económicos y en la rentabilidad para los accionistas" [Weaver y Weston (2003), p. 2].

- "VBM es un sistema de gestión cuyo objetivo principal es la maximización a largo plazo de la riqueza de los accionistas. El objetivo de la empresa, sus sistemas, estrategia, procesos y técnicas analíticas, así como la medición de los resultados y su cultura tienen que estar guiados por el objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas" [Arnold y Davies (2000), p. 9].

- "VBM es un proceso que persigue el objetivo de maximizar la riqueza del accionista a través de la gestión de los elementos que crean valor económico en la empresa, sean tangibles o intangibles. VBM proporciona de esta manera una perspectiva estratégica que incluye un equilibrio entre los factores (inductores) que permiten el beneficio a corto plazo con aquellos que posibilitan en el largo plazo sostener la ventaja competitiva de la compañía" [Mills et al. (2003), p. 6].

- "VBM es un sistema de control de gestión integrado que mide, promueve y apoya la creación de riqueza" [Ameels, Bruggeman y Scheipers (2002), p. 5].

- "VBM es básicamente una filosofía que guía a la gerencia a tomar mejores decisiones y posibilita que entre las múltiples opciones estratégicas cuya ejecución es susceptible de realización se seleccionen aquellas que en mayor medida contribuyen a la riqueza de los accionistas y, en consecuencia, proporciona una orientación clara a la misión de la gerencia y centraliza la atención en la maximización de la riqueza de los accionistas" [Morin y Jarrell (2001), p. 27].

Las investigaciones teóricas que han centrado la atención en la gestión orientada al valor se han realizado, básicamente, desde dos aproximaciones diferentes, pero complementarias:

- La importancia de la gestión orientada al valor desde la **óptica de la gestión estratégica y/u operativa** de la compañía.
- La filosofía de la gestión orientada al valor desde la óptica de la **dirección de empresas**.

El entronque entre ambas aproximaciones podemos encontrarlo al señalar que la gestión orientada al valor posibilita a los gestores de la compañía el vínculo necesario entre sus actuaciones estratégicas y/u operativas y la toma de decisiones de dirección con el interés de los accionistas, que es maximizar su creación de valor.

La filosofía de gestión orientada al valor está cimentada en los principios clásicos de la economía de los negocios [hipótesis de eficiencia informacional de los mercados de capitales (EMH)] que sostiene que el valor de mercado de las acciones [perspectiva externa] es, en todo momento, igual al valor actual de los flujos de caja libre esperados, descontados a una tasa de retorno que refleja el nivel de exigencia de los inversores por asumir el riesgo [perspectiva interna].

A este respecto, es importante señalar que los principios básicos de la moderna teoría financiera, que dan cobertura a las políticas y decisiones sobre la inversión, financiación y los dividendos, deben alinearse con el objetivo de crear valor para el accionista, ya que la obligación fundamental de los gestores de cualquier compañía es tomar decisiones que permitan crear valor para los accionistas a lo largo del tiempo.

Por otro lado, una de las consecuencias observables de la filosofía de la gestión orientada al valor es que aquellas compañías que la han adoptado como filosofía (por así constar de forma explícita en sus cuentas anuales, notas de prensa o en otro tipo de documentos, como por ejemplo los reglamentos internos del órgano de administración) crean más valor para los accionistas que aquellas que no han manifestado de forma explícita tal filosofía.

Así, en un estudio realizado por The Lek/Alkar Consulting Group, Inc. durante el período 1988-1993, sobre las compañías incluidas

en Fortune 100, se observó que aquellas que habían adoptado de forma explícita la filosofía de gestión orientada al valor obtenían resultados superiores en un 5%, en términos de rentabilidad total para el accionista o rentabilidad total de las acciones [Total Shareholder Return (TSR)], a las que no lo habían adoptado.

EL DEBATE SOBRE LA FILOSOFÍA DE LA GESTIÓN ORIENTADA AL VALOR

Aunque a tenor de lo comentado anteriormente parece evidente que una compañía debe orientarse a la creación de valor para el accionista, no hay un consenso definitivo sobre si el objetivo de crear valor para el accionista (maximizar su riqueza) debe ser el objetivo fundamental de una compañía.

Así, en relación con la creación de valor para el accionista, la literatura financiera nos ofrece dos perspectivas (teorías) fundamentales.

- La **perspectiva pura del shareholder**, en la que está basada la filosofía de la gestión orientada al valor; para la que el objetivo primordial de la empresa es maximizar la creación de valor para el accionista.
- La **perspectiva pura del stakeholder**, que considera que dicho objetivo no es correcto y que igual atención debería ser prestada a todos los interesados en la compañía (empleados, clientes, sociedad, etc.) si se desea su éxito a largo plazo.

Los defensores de la perspectiva pura del *stakeholder* señalan la existencia de diferentes grupos de inversores en una compañía, con diferentes intereses, lo que ha de provocar que las compañías desarrollen estrategias para identificar dichos grupos e incrementar el valor para el accionista en la forma en que dichos grupos lo consideren relevante en el largo plazo.

No obstante la perspectiva pura del *stakeholder*, lejos de ser una fuente de mejora, es un enfoque equivocado, incapaz de proporcionar un mejor gobierno corporativo o resultados empresariales y es

intrínsecamente incompatible con los negocios de una compañía u otros objetivos empresariales. Así, los gestores necesitan un objetivo gobernable capaz de resolver los conflictos y evaluar las relaciones de intercambio entre todos los *stakeholders* y, precisamente, el objetivo de maximizar la creación de valor para el accionista es el único objetivo que cumple estos requisitos; por lo que el enfoque del *stakeholder* es un enfoque equívoco.

Por otro lado, los proponentes de la teoría del *stakeholder* no han dado respuesta alguna a cómo realizar los necesarios intercambios entre los distintos intereses de todos los *stakeholders* y esta teoría falla a la hora de proponer una completa especificación del objetivo primordial de la compañía; por lo que la misma es de imposible cumplimiento para sus gestores. No obstante, es preciso señalar que una compañía que no tenga en cuenta los intereses de todos los *stakeholders* no puede maximizar su valor; lo que sugiere que la maximización en el largo plazo del valor de la compañía es el requisito para permitir dichas relaciones de intercambio entre los diferentes *stakeholders*.

Una verdadera gestión orientada al valor desde la perspectiva pura del *shareholder* pasa necesariamente por considerar sus intereses de los diferentes *stakeholders* (el enfoque puro del *shareholder* no sería así un fin en sí mismo) y que la combinación de ambas perspectivas, como planteamiento, debe estar asociada a mayores resultados empresariales y crecimiento de la cifra de negocios.

Así, los intereses de todos los grupos de *stakeholders* son mejor atendidos si se sitúa a la creación de valor para el accionista como el objetivo primordial de la empresa. De hecho, **siendo lógicamente imposible maximizar más de un objetivo en una compañía** (proposición validada empíricamente en varios estudios), **la maximización de la riqueza del accionista debe constituirse como su objetivo fundamental.**

No obstante lo anterior, existen otros planteamientos que critican más duramente el enfoque puro del *shareholder* al señalar que la consecución del objetivo financiero de incrementar la riqueza de los

accionistas se hace a costa del resto de *stakeholders*; si bien consideramos que los mismos no son acertados.

De hecho, bajo la filosofía de la gestión orientada al valor, el éxito de una compañía se medirá en términos de la rentabilidad a largo plazo de los *shareholders*, mientras que bajo la teoría de los *stakeholders* el éxito de una compañía se medirá tomando en consideración la contribución de la misma (o perjuicio) a todos los *stakeholders*, contribución o perjuicio que, dada la dificultad práctica de su determinación, podría medirse a través de la reputación de la compañía y existen evidencias, bajo esta aproximación, de que el éxito financiero de una compañía y la creación de valor para sus accionistas no es incompatible con la prosperidad de los *stakeholders*.

Así, en una investigación sobre cuatrocientas compañías del Fortune Ranking of America's Most Admired Companies, durante el período 1996-2000 y midiendo la creación de valor para el accionista a través del valor de mercado añadido desde la perspectiva externa (MVA[Pe]), se concluyó que las compañías que fracasan en crear valor a sus accionistas generalmente acaban también fracasando en crear valor a los *stakeholders*.

Por último, cabe señalar que McKinsey, en un estudio realizado sobre dos mil setecientos sesenta compañías en veinte países durante los años 1985-1994, que relaciona la creación de valor para el accionista con la productividad laboral y el crecimiento en la tasa de empleo, concluye que las compañías que más valor crean para sus accionistas son las más productivas y las que más empleo generan (mayor riqueza social); lo que nos ofrece, además de una perspectiva macroeconómica del enfoque de la creación de valor para el accionista, un argumento robusto en defensa de que maximizar el valor para los *shareholders* debe ser el objetivo primordial de una compañía y que este objetivo es compatible con la mejor defensa de los intereses de los *stakeholders*, tal y como argumentamos.

Artemio Milla
Doctor en Economía
Socio-Director de Altair Consultores

■ 6. PROCESO DE DUE DILIGENCE FINANCIERA ■

"Confiamos en Dios; los demás están obligados a presentar documentos"
Anónimo

INTRODUCCIÓN

En todo proceso de compraventa existe una fase determinante para el devenir de la operación, y no es otra que el denominado proceso de Due Diligence.

El objetivo de este capítulo es indagar en la importancia de este proceso clave, que trata de mitigar el riesgo de fracaso ante una operación de adquisición. Nuestra intención es profundizar en el concepto de Due Diligence, explicando las diferentes fases que la componen, así como las principales diferencias respecto a una auditoría tradicional. Veremos las diversas clases de Due Diligence que suelen realizarse en este tipo de proceso, centrándonos en la financiera, así como los principales agentes que intervienen y los riesgos que se deben considerar para garantizar el éxito de la misma.

CONCEPTO, OBJETIVO Y CLASES DE DUE DILIGENCE

Las finanzas corporativas implican una gran diversidad de operaciones, derivadas principalmente de estrategias empresariales que contemplan alianzas, reestructuraciones de grupos de empresas, fusiones, escisiones y, principalmente, adquisiciones de empresas. Todos estos procesos conllevan siempre un importante desembolso financiero que se hace firme una vez que las partes implicadas acuerdan un precio y éste se plasma, junto con diferentes aspectos y condiciones, en un contrato de compraventa.

Con el proceso de Due Diligence se trata de profundizar en la información que hasta el momento se conoce de la compañía que se va a adquirir; una vez el comprador ha manifestado su intención de compra a los vendedores a través de la Carta de Intenciones, documento que recoge la intención de compra de la totalidad o parte de la sociedad que se pretende adquirir y en qué condiciones.

Será el comprador el encargado de llevarla a cabo a través de sus asesores especializados, si bien en algunos casos viene siendo habitual que sea el vendedor el que realice dicho proceso, denominado, en este caso, Vendor Due Diligence. El comprador debe confiar en dichos asesores experimentados en este tipo de procesos, que evaluarán de forma independiente la compañía, revisando la existencia de posibles pasivos ocultos o contingencias de todo tipo.

Será pues en esa Carta de Intenciones donde previamente se habrá acordado el alcance, contenido y duración de la Due Diligence. El proceso de la misma deberá realizarse de la forma más beneficiosa para las dos partes, intentando que se ocasione el menor trastorno posible en la actividad diaria de la compañía. Precisamente por este motivo en algunas transacciones a los asesores no se les permite acceder a las instalaciones de la compañía y la revisión se lleva a cabo en un *data room*, donde se puede tener acceso a toda la información que previamente se haya solicitado a la compañía (*checklist*).

En concreto, el proceso de Due Diligence consistirá en la evaluación de las siguientes áreas:

- Aspectos de negocio y mercado (impacto en clientes y proveedores).
- Situación económico-financiera.
- Aspectos organizativos.
- Aspectos productivos.
- Tecnología de la información y seguridad informática.
- Riesgos legales, mercantiles y fiscales.
- Situación de marcas y patentes.
- Situación laboral (alta dirección y empleados).
- Situación de contratos, compromisos, contingencias, etc.
- Riesgos laborales y medioambientales.

La revisión financiera consistirá en llevar a cabo la auditoría de los estados financieros a la fecha más reciente posible. El objetivo es ofrecer una opinión externa, experta e independiente sobre la situación financiera y patrimonial de la compañía objeto de la compra. La adquisición de la misma supone un riesgo importante para la sociedad compradora, por lo que la naturaleza, el contenido y el alcance de las pruebas de la auditoría de compra serán necesariamente más amplios que los de una auditoría normal. Más adelante profundizaremos en estas diferencias.

La Due Diligence legal, laboral y fiscal abarcará todas las áreas de negocio de la sociedad que puedan tener relevancia de cara a la transacción, centrándose en aspectos mercantiles, laborales, fiscales, administrativos, etc. Se hará especial incidencia en la detección de posibles contingencias fiscales, legales y laborales, prestando atención tanto a la detección de riesgos como a su cuantificación y probabilidad de materializarse. Así mismo, se vigilarán los riesgos que puedan derivarse por otras circunstancias, como la actividad de la sociedad, operaciones vinculadas, actuaciones de los socios, etc., todo ello sin perjuicio del análisis de cualesquiera otras cuestiones relevantes que puedan plantearse a lo largo del proceso.

FASES DE LA DUE DILIGENCE

Para que una Due Diligence tenga éxito, una buena planificación resulta imprescindible, además de un adecuado conocimiento del negocio. Las Due Diligence que se engloban en un proceso de adquisición generalmente se articulan en cuatro fases diferenciadas. Hemos querido ampliar estas fases a seis para facilitar una mayor comprensión de las mismas por parte del lector. El alcance del trabajo que se realice dependerá del resultado inicialmente planteado y del deseo del comprador de seguir adelante con la operación.

Fase Preliminar: es el comprador quien inicia el proceso indicando las líneas principales del encargo, eligiendo el perfil profesional de los recursos necesarios para cubrir sus expectativas de análisis (auditores, abogados, fiscalistas, etc.). En función de la empresa obje-

to de la transacción, deberá considerarse la incorporación de otros perfiles profesionales.

Por otro lado, la parte vendedora deberá asignar un equipo interno de la compañía con los que coordinar las necesidades de información de los asesores externos asignados por el comprador.

En esta fase se considera la evaluación de los recursos disponibles y los riesgos existentes afectos a la transacción, se establecen los plazos de realización del trabajo, la definición del contrato o convenio entre las partes implicadas y su posterior aceptación, así como la delimitación del trabajo que se debe realizar. Por supuesto, en esta fase, debe quedar claro el objetivo de la operación.

Fase de Investigación: en esta segunda fase se procede a la recopilación e investigación de la información. El programa de una Due Diligence puede verse reforzado si el asesor comienza a recopilar la información antes incluso de que exista la certeza de que vaya a producirse el acuerdo de Due Diligence. Generalmente hay numerosas reuniones antes de que se produzca un acuerdo preliminar y el asesor inicie el programa de trabajo.

Una vez se ha recabado toda la información necesaria para el trabajo, ésta es analizada y se van realizando cada uno de los procedimientos acordados en la planificación del trabajo. Es posible que durante la realización del trabajo, mucha información aún no esté completa, por lo que mientras se realiza el trabajo de campo será completada y complementada.

Fase de Revisión de la Información Financiera, Legal, Fiscal, etc.: la tercera fase consiste en la revisión de la información proporcionada por la compañía mediante el análisis más profundo de aspecto o cuenta que incorpora cada una de las áreas. Incluye la inspección de contratos, acuerdos, escrituras, negociaciones, etc.

Fase de Revisión de las Operaciones: con el término operaciones nos referimos a los objetivos básicos de negocio de

una compañía, incluyendo el desempeño y capacidad de generar beneficios.

El valor y el riesgo de las operaciones no son completamente reflejados en los estados financieros, ya que dichos estados se encuentran ya estructurados. Mientras los estados financieros evolucionen, estos reflejarán más aspectos de la realidad operacional de la empresa. Durante esta fase se evalúan las operaciones principales de la compañía, incluyendo el análisis del desempeño y la integridad de los procesos.

Fase de Revisión del Cumplimiento de Aspectos Legales:

cuando el trabajo de Due Diligence se haya concluido y realizado correctamente, éste puede ser útil ante un litigio legal por parte de terceros. Una fracción del proceso de Due Diligence en muchas operaciones incluye el diseño de contratos y otros documentos que generen garantías e identifiquen y acoten los riesgos de la transacción. La información recogida también será crítica para negociar los términos del contrato. El trabajo de Due Diligence ayuda al asesor a evitar pasivos inesperados que puedan afectar a la transacción.

Al analizar las consecuencias legales, los abogados poseen una parte indispensable y fundamental en un trabajo de Due Diligence, ya que examinan cualquier aspecto o consecuencias que podrían conducir a contingencias legales significativas que afecten a la transacción entre las partes involucradas.

Por consiguiente, podemos decir que un proceso de este tipo efectuado de manera responsable, puede convertirse en una fuerte defensa frente a posibles acciones legales.

Fase de Emisión de Informes: los procedimientos y formatos de emisión de informes son flexibles por lo general y varían de manera significativa de un trabajo a otro. Sin embargo, la estructura suele coincidir a grandes rasgos: una sencilla introducción sobre el alcance y el objeto del trabajo realizado y un resumen de los princi-

pales puntos y que, en el caso de una transacción de compra, indica al comprador dónde centrar su atención.

Generalmente se divide el informe según las áreas que han sido motivo de análisis, siguiendo el mismo orden de prioridad que se le dio en la fase de planificación del trabajo. Dentro de cada epígrafe debe indicarse un resumen del elemento analizado (contratos, activos del inmovilizado, etc.), la documentación soporte utilizada para su análisis y una descripción de los posibles aspectos legales sujetos a dicho elemento.

Cada área analizada debe incluir un apartado, generalmente al final, en el que se incluyen las principales incidencias detectadas, las posibles consecuencias de las mismas y, cuando sea relevante, las vías de solución o mitigación antes de la confirmación de la operación.

Debe incluirse junto al informe de Due Diligence aquellos anexos que contengan información relevante facilitada por la compañía a lo largo del proceso, y cuyo conocimiento se considere significativo para la posible toma de decisiones por parte de nuestro cliente.

En ocasiones, cuando el proceso de Due Diligence genera una cantidad importante de información para revisar, se suele emitir un resumen ejecutivo, en el que se plasma las principales conclusiones y recomendaciones del trabajo realizado.

Diferencia Respecto a la Auditoría Financiera.

La traducción al español del término Due Diligence viene a ser 'diligencia debida', pero en numerosas ocasiones se refiere a ella como un conjunto de auditorías de carácter financiero, fiscal, legal y comercial, entre otras, y según el tipo de operación del que se trate. Éste es un error muy común que genera confusión sobre el verdadero alcance de una Due Diligence.

Vamos a explicar las principales diferencias existentes entre ambos procesos, de forma que nos ayude a entender mejor los ver-

daderos objetivos e implicaciones que concluyen en que la Due Diligence es el análisis de un negocio y no una mera sucesión de auditorías.

Si bien el fin último de una auditoría es emitir una opinión sobre la imagen fiel de los estados de una compañía, generalmente a una fecha de cierre que suele ser el último mes del año, una Due Diligence no se limita a la “foto” de la empresa en un momento determinado del tiempo, sino a los históricos financieros de la compañía sobre los cuales se establecen las bases de los estados financieros presentes y las proyecciones a futuro. Por tanto, podemos determinar que el enfoque de la Due Diligence es a pasado, presente y futuro.

Asimismo, los auditores emiten generalmente una opinión que comprende el trabajo realizado, mientras que la Due Diligence genera un completo informe del análisis realizado, así como las conclusiones del mismo.

Las auditorías financieras tienen un marcado carácter disciplinar dictado por el ICAC (Instituto de Censores y Auditores de Cuentas), que determina el alcance y desarrollo de las diferentes pruebas y procedimientos que se realizan en las mismas. Por otro lado, las Due Diligence se diseñan en función de los riesgos del negocio y de la operación que se está llevando a cabo, si bien es el potencial comprador quien determina en la mayoría de los casos las áreas que se ha de analizar.

Otro aspecto diferenciador que encontramos en las Due Diligence, es que el informe final es de acceso restringido, mientras que en las auditorías financieras no, ya que se publica conjuntamente con las Cuentas Anuales de la compañía auditada en el Registro Mercantil.

La Due Diligence no intenta dar evidencia a través de pruebas sustantivas de toda la información recogida en los estados financieros, sino que se centra en aquellas áreas que se consideran críticas y se valida diferente tipología de información, como presupuestos, cartera de clientes, acuerdos alcanzados, etc.

De acuerdo con estas diferencias concluimos que se trata de procesos con objetivos diferentes, si bien es justo resaltar que en muchos casos el análisis y las pruebas sustantivas realizadas son similares.

FACTORES DE RIESGO A CONSIDERAR EN UNA DUE DILIGENCE

Un riesgo es lo que puede impedir el logro de un objetivo definido. Como hemos mencionado anteriormente, pueden existir diferentes factores que, en un momento dado, aumenten el riesgo del trabajo de Due Diligence. Algunos de los estos riesgos pueden ser los siguientes:

Factores de Riesgo de la Industria

- Industria deteriorada.
- Industria sensible a las condiciones económicas.
- Competencia intensa.
- Industria en rápida evolución.

Políticas y Procedimientos Contables

- Registros contables insuficientes o incompletos.
- Insuficiencia de personal contable.
- Estructura ineficiente de control interno.
- Ajustes contables significativos de años anteriores.
- Cambios frecuentes de auditor.
- Implicación de firmas de auditoría.

Entorno de Negocios

- Cambios importantes en productos o unidades de negocio.
- Problemas con organismos reguladores.
- Compañía que cotiza públicamente.
- Orientado a la adquisición.
- Gran número de transacciones con compañías vinculadas.
- Rendimiento superior al de la industria.
- Expansión significativa o crecimiento explosivo.

Características de la Dirección

- Dirección descentralizada.
- Remuneración vinculada a la rentabilidad.
- Estructura compleja de negocios.
- Mala reputación.
- Cambios frecuentes de directivos.
- Equipo directivo carente de experiencia.

Se debe identificar los riesgos existentes en la empresa objetivo, así como los riesgos de la transacción. Una vez identificados, se ha de realizar un análisis de los factores que generan estos riesgos, de manera que se pueda estimar la importancia de los mismos, evaluar la probabilidad de que se den y analizar cómo han de gestionarse.

Hay que tener en cuenta que los cambios producidos en el contexto económico, el sector de actividad, el entorno legal en el que opera y las actividades de la empresa, hacen que se encuentre más propensa a ciertos riesgos que otra. La identificación y análisis de riesgo es, por tanto, una actividad que debe renovarse de forma continuada. Es necesario que nos mantengamos permanentemente alerta para detectar las circunstancias que van modificando el entorno y por consiguiente los riesgos a los que se enfrenta la compañía objeto de transacción.

DUE DILIGENCE: EL ÁREA FINANCIERA

El enfoque financiero dentro de un trabajo de Due Diligence consiste en la evolución financiera de la empresa desde la perspectiva del negocio, en donde se analizan las principales magnitudes de los estados financieros, la evolución financiera y los factores claves de dicha evolución.

Un análisis financiero, con el objetivo a un adecuado entendimiento de la compañía y su evolución, puede basarse en una serie de índices interrelacionados o bien en el diseño de nuevos índices que puedan medir adecuadamente la actividad de la empresa.

Para un análisis adecuado de los estados financieros, debemos tener en cuenta que es necesario que los mismos sean comparables, es decir, deberá coincidir la fecha de cierre de cada año, ya que los efectos de cada período pueden conducir a conclusiones y decisiones erróneas.

Es preferible que los estados financieros estén auditados, de lo contrario podría existir la duda razonable de que los mismos no contengan la verdadera condición financiera de la empresa. Como mínimo y requisito general, los elementos precisos para un buen análisis financiero deberán incluir el Balance de Situación, así como la Cuenta de Resultados. Como hemos comentado antes, un trabajo de Due Diligence no posee el mismo enfoque que una auditoría financiera. En la Due Diligence se incluye un análisis de las principales magnitudes del Balance de Situación y la Cuenta de Resultados.

Algunos de los principales procedimientos que se deben aplicar en una Due Diligence financiera suelen ser los siguientes:

Conocimiento del Negocio, Actividades y Estructura de la Compañía

- Estructura jurídica de la compañía, órgano de administración, equipo directivo, organigrama del personal.
- Características del sector; unidades de negocio, mercado, productos, competidores, etc.
- Objetivos y plan estratégico.
- Instalaciones, nivel tecnológico.
- Normativa reguladora, necesidades de inversión, cambios esperados del mercado.

Análisis Histórico de Resultados y de las Principales Magnitudes del Balance de Situación

- Evolución reciente de los tres/cinco últimos años y tendencias de los diferentes parámetros de rentabilidad por líneas de producto, mercados y principales clientes.
- Estructura de costes fijos y variables.

- Incidencia en los resultados de ingresos y gastos no recurrentes.
- Tendencia, según los tres/cinco últimos años de las principales magnitudes del balance, tales como fondos propios, financiación externa, circulante, tesorería, períodos medios de pago, de cobro, etc.

Evaluación de los Sistemas de Información

- Análisis de los principales procesos de actividad y del nivel de control interno en funcionamiento.
- Evaluación de los principios y criterios contables que se vienen aplicando.

Revisión de los Estados Financieros

- Análisis de las cuentas anuales auditadas de los últimos ejercicios, especialmente las del anterior: Revisión de las cuentas anuales auditadas y estados financieros más recientes. Posible acceso a consulta de papeles del trabajo del auditor.

Análisis del Cash-Flow

- Análisis de los principales flujos de cobros y pagos de los últimos ejercicios para observar su recurrencia y su suficiencia.

Verificación de las Asunciones Implícitas en la Valoración

- Determinación de magnitudes tales como volumen de facturación, fondos propios, Ebitda normalizado, deuda financiera neta, junto con aquellos parámetros que suelen utilizarse como base de partida en la valoración de la sociedad.

Análisis de las Proyecciones Financieras

- Análisis de las proyecciones de futuro realizadas por la sociedad. Coherencia con los estados financieros actuales y la información obtenida en el resto de áreas de trabajo.

OTROS AGENTES EN UNA DUE DILIGENCE: TERCEROS Y ESPECIALISTAS

El trabajo de la Due Diligence requiere de la comunicación con personal externo al de la empresa objetivo. Estas terceras personas son, en la mayoría de los casos, abogados, asesores financieros y auditores de la compañía. La relación que se establezca y mantenga con estas terceras partes deberá constituirse una vez hayamos obtenido la autorización de la Dirección de la empresa objeto de la transacción.

El propósito de poder obtener una entrevista o, en algunos casos, acceder a determinada información con estas personas es poder conseguir una mayor evidencia y una fuente de información más fiable que la obtenida de la propia empresa; por ejemplo, contingencias legales, acceso a escrituras de préstamo, a estados financieros auditados, etc.

Adicionalmente a lo arriba comentado, un trabajo de Due Diligence puede requerir en un momento dado de conocimientos o habilidades específicos, por ejemplo, en temas de impuestos, peritación industrial, tecnología de la información y otras especialidades como medioambiente, ciencias actuariales, etc.).

La función de los especialistas en los trabajos de Due Diligence variará de acuerdo con la naturaleza de la transacción que se está considerando. La relación con los especialistas es muy importante para identificar los objetivos y poder diseñar así los procedimientos apropiados para este tipo de trabajo.

Cuando una Due Diligence se efectúa a través de una empresa consultora, una compañía de servicios financieros, una firma de auditoría o cualquier otra entidad que tenga capacidad para efectuar este tipo de trabajos, deberán considerar el trabajo de los especialistas y comunicarse con ellos con respecto a los objetivos y el alcance de su trabajo, abarcando como mínimo los siguientes puntos:

- Aclaración de la relación, si existiera, de los especialistas con la empresa objetivo.
- Acceso de los especialistas a los registros y documentación de la compañía.
- Confidencialidad.
- Suposiciones y métodos que se han de aplicar.
- Posible comunicación a terceros sobre identidad de los especialistas y su implicación en la "Due Diligence", si se requiere o se permite.

Algunos trabajos realizados por especialistas, pueden ser por ejemplo:

- Valoración de ciertos tipos de activos, tales como terrenos y construcciones, bienes de equipo y obras de arte.
- Opiniones legales con respecto a la interpretación de acuerdos, estatutos y regulaciones.
- Valoración actuarial de una provisión para pensiones.
- Medida del trabajo en curso y terminado en los contratos para reconocer el ingreso.

CONCLUSIONES

En definitiva, el proceso de Due Diligence implica el análisis y cuantificación de un amplio abanico de riesgos existentes que afectan a la empresa objeto de la operación. Es habitual que aparezcan contingencias ocultas o desconocidas por el comprador hasta ese momento y que pueden tener impacto sobre el precio de la operación o incluso, y dependiendo de su cuantía y/o naturaleza, puedan derivar en una

recomendación por parte del asesor de no llevar a cabo la operación. No obstante, siempre será el comprador el que tenga la última palabra, ya que existen múltiples y muy variadas razones que pueden llevar a tomar la decisión definitiva de compra (sobre todo en el caso de adquisiciones industriales y no tanto en las de carácter financiero, en las cuales continúa siendo la rentabilidad el objetivo prioritario).

La detección de cualquier contingencia presente o futura deberá trasladarse a la parte vendedora y ser cubierta con garantías suficientes para que la transacción concluya con éxito. Las negociaciones entre el comprador y el vendedor suelen ser bastante arduas y complicadas, por lo que la importancia de contar con un asesor experto en estos procesos es sumamente útil, ya que será el asesor quien canalice el flujo de información entre el comprador y el vendedor, y quien lleve a cabo las negociaciones. Un buen asesor aportará soluciones para todos y cada uno de los aspectos que salgan a la luz, además de evitar posibles desavenencias personales derivadas de todo el proceso de negociación.

El resultado de las negociaciones y del acuerdo entre las partes será el contrato de compraventa, donde se formalizarán todos los acuerdos y conclusiones derivados del proceso de Due Diligence y de la fase de negociación posterior.

Luis Gallardo
Director de Proyectos de Corporate Finance
de Altair Consultores

■ 7. ESTRUCTURA LEGAL EN TRANSACCIONES DE CORPORATE FINANCE ■

En el presente artículo vamos a tratar la estructura legal en las transacciones de Corporate Finance en el sentido de transacciones en las que el comprador pertenece al ámbito financiero o tiene un perfil de inversor profesional, contraponiéndolo a las adquisiciones industriales, esto es, las llevadas a cabo por una empresa para ganar tamaño o posicionamiento en el mercado con la adquisición de un competidor, distribuidor o proveedor:

Los compradores o inversores financieros, sin dejar de estar interesados lógicamente en el área de negocio de la empresa objeto de la adquisición (tradicionalmente denominada sociedad *target*, en el sentido de sociedad "objetivo"), están más centrados en la rentabilidad de la misma a medio plazo, ya que su vocación de permanencia en la empresa es temporal.

Además, en este tipo de operaciones los compradores o inversores no siempre adquieren el cien por cien (100%) de la sociedad *target*, coexistiendo en el accionariado con los socios fundadores o con el equipo directivo que ha pasado a tomar una participación en la empresa, lo que determina una serie de relaciones que analizaremos también en este artículo.

No en todas las ocasiones, pero sí en muchas de ellas, la estructura de las transacciones de Corporate Finance suele tener cuatro fases o apartados, que son los siguientes: a) Cuaderno de Venta, b) Carta de Intenciones, c) Proceso de Due Diligence, y d) Contrato de Compraventa o Inversión.

A) Cuaderno de Venta

El Cuaderno de Venta es aquel documento preparado por la empresa que quiere "ser vendida" –tarea en la que es habitualmente asesorada por una empresa especializada en venta de empresas– donde se describen los aspectos generales de la compañía y se indican las

"El acuerdo ya está cerrado, ahora se trata que los abogados no lo estropeen"
Enrique Blasco

magnitudes económicas más relevantes que permitan a los potenciales interesados tener un primer conocimiento de la empresa que se vende.

Desde el punto de vista jurídico el contenido de los Cuadernos de Venta no tiene especial relevancia –al margen de la necesaria veracidad de las manifestaciones y magnitudes económicas de la empresa comprendidas en el mismo–, pero sí que tiene, y debe calificarse como trascendental, la diligencia exigible a la entidad (banco de inversión o entidades especializadas en fusiones y adquisiciones) encargada de hacer llegar el cuaderno de venta a los potenciales interesados. Y ese cuidado debe traducirse en la firma de un riguroso **contrato de confidencialidad** que debe suscribir cualquier persona que tenga acceso al Cuaderno de Venta, obligándose de forma esencial a no utilizar, de ninguna manera ni directa ni indirectamente, la información contenida en el cuaderno de venta más allá que para analizar la empresa cara a su posible adquisición.

No debemos olvidar que alguno de los potenciales interesados –sea o no una entidad financiera– en la adquisición de nuestra empresa puede tener una participación en una compañía competidora o perteneciente al mismo sector que la nuestra, por lo que se puede colocar a nuestra firma en una situación muy perjudicial si dicho interesado acaba accediendo a la información contenida en nuestro cuaderno de venta. En este sentido, debe controlarse de forma exhaustiva a qué personas se acaba entregando dicho documento esencial.

B) Carta de Intenciones

Una vez analizado el Cuaderno de Venta por los potenciales interesados se pasa a la siguiente fase en la que se inician las negociaciones entre las partes cara a alcanzar un acuerdo preliminar sobre los aspectos fundamentales de la adquisición o inversión, que suele

concluir con la redacción y firma de la denominada Carta de Intenciones o Letter of Intent, también llamada MOU (Memorandum of Understanding), Principle's Agreement u otros términos "sajones" que gusta mucho utilizar a los operadores de este sector, dada la gran influencia del mercado anglosajón en esta materia por ser la cuna u origen del mismo.

Como muy bien lo define o explica el Profesor Carrasco Perea, una Carta de Intenciones es un documento unilateral o bilateral en el que una o ambas partes de una negociación i) declaran su compromiso/intención/deseo/oferta de comenzar o continuar una negociación que acabe con un acuerdo definitivo de compra; ii) fijan los eventuales pactos alcanzados hasta ahora y establecen que la negociación futura deberá partir de los mismos; iii) delimitan el conjunto de los puntos sobre los que se deberá alcanzar un acuerdo satisfactorio y, en su caso, adelantan una cifra aproximada del precio que se pagará por las acciones o activos; y iv) establecen reglas obligatorias de carácter temporal con objeto de ordenar el proceso de negociación futura.

Debemos resaltar que la Carta de Intenciones se presenta en ocasiones, aunque son las menos, como una verdadera oferta, si bien sujeta a toda una serie de condiciones, incluida la de alcanzar un acuerdo satisfactorio sobre toda una serie de materias. Y en otros casos, que son la mayoría, desaparece cualquier rasgo de obligatoriedad de la carta al configurarse como un documento no vinculante y tan solo se establece el carácter obligatorio de algunos aspectos, como son la exclusividad –con la finalidad que, durante el período de tiempo de la exclusividad, la parte vendedora no pueda negociar la venta con ningún tercero– o la sumisión a unos tribunales determinados para dilucidar cualquier tipo de discrepancia relacionada con la Carta de Intenciones.

Asimismo, debemos tener en cuenta que una Carta de Intenciones puede contener cualquier tipo de compromisos que las partes deseen, incluso hay algunas en las que la determinación del precio se establece como vinculante e inalterable, pendiente de concretarse el resto de aspectos –lógicamente también esenciales– para el cierre de la transacción.

Por todo ello, podemos preguntarnos qué sentido y/o funciones tiene la firma de una Carta de Intenciones en un proceso de negociación, si el carácter vinculante de las mismas no existe en el 99,99% de los casos. Consideramos que la función primordial de la carta de intenciones es su fuerza calificadoradora de la actuación de los intervinientes en la negociación de la transacción, pretendiéndose por los operadores de una forma tan unánime que ni las manifestaciones ni las conductas durante las negociaciones puedan ser valoradas como obligaciones contractuales hasta que se firme el contrato escrito y definitivo. Es reseñable que, en muchas ocasiones, aparte del propio interés de vendedor y comprador de plasmar sus primeras intenciones por escrito aunque no sean vinculantes, las entidades de crédito que van a financiar la adquisición no entran a valorar la misma si no existe una Carta de Intenciones firmada por las partes implicadas.

C) Proceso de Due Diligence

Una vez firmada la carta de intenciones – aunque también es posible que sea con carácter previo – se inicia el proceso de due diligence o auditoría de la compañía *target*, que abarca cualquier tipo de investigación sobre las contingencias y riesgos de la sociedad o activos que se pretenden adquirir así como de su situación económico financiera. Por tanto dicho proceso de investigación suele incluir en la mayoría de las ocasiones una auditoría completa, tanto contable, financiera, legal, industrial y técnica.

Desde ahora debe tener en cuenta el empresario que este proceso de due diligence puede abarcar un período de tiempo incluso mayor que el dedicado a la negociación del contrato definitivo de compra-venta. Y para este proceso el empresario también debe armarse de paciencia – además de designar uno o varios interlocutores adecuados en su empresa para que traten con los profesionales designados por el adquirente – ya que en ocasiones la misma información es solicitada por diversos profesionales (auditores y abogados), y dicho trabajo se realiza adicionalmente al diario de la empresa, lo que complica sobremedida el mismo, incluso puede producirse en las mismas fechas en las que los auditores de la compañía están haciendo su

trabajo de auditoría anual. Pero queremos resaltar que si la adquisición proyectada llega a buen fin, la información recabada en el largo y costoso proceso de Due Diligence puede ser muy útil para la gestión posterior de la compañía, e incluso, en caso de fracaso de la operación, la misma puede ser muy valiosa para el vendedor, ya que le permitirá conocer los riesgos y contingencias detectados en su empresa.

No obstante lo anterior, también hay operaciones de adquisición, si bien las menos, en las que se produce el cierre o firma del contrato de compraventa sin haber realizado un detallado proceso de Due Diligence, estableciéndose en dicho contrato la obligación de llevarlo a cabo en un plazo determinado e indexándose una parte del precio de la compraventa principalmente al resultado de la revisión económico-financiera.

De las dos formas principales que existen para facilitar por el transmitente la información de la sociedad *target* en el proceso de Due Diligence, la menos frecuente —ya que se suele utilizar para las grandes operaciones de Corporate Finance en que la empresa en venta es de un gran tamaño y/o hay una pluralidad de interesados reales o la venta se realiza en el formato de subasta o concurso— es aquella en la que el vendedor recopila toda la información que está dispuesto a exhibir al adquirente, permitiéndole revisar todos los documentos que considere oportuno a dichos efectos, habitualmente en el denominado *data room*, esto es, en un lugar habilitado al efecto para tal fin. La mayor ventaja de este sistema para la parte transmitente es que los trabajadores de la empresa en venta no se ven perturbados por el complejo proceso de Due Diligence e, incluso en algunas ocasiones, casi ningún trabajador, a excepción de los directivos, tiene conocimiento del proceso de venta. Y en el otro lado de la moneda, el mayor inconveniente de este sistema para los potenciales adquirentes es que en el *data room* los datos obtenidos solo se desprenden de documentos, pero no se obtienen afirmaciones sobre hechos o preguntas concretas realizadas por el equipo asesor de la parte adquirente.

El segundo sistema relativo a la obtención de información en el proceso de Due Diligence —que es el mayoritario para las adquisiciones

de empresas de tamaño mediano y pequeño— es aquel en el que los datos facilitados por la parte vendedora responden a los requerimientos de la compradora. Esta suele enviar un primer listado o cuestionario con la información que considera necesario analizar. Esta información es ampliada por preguntas o aclaraciones solicitadas por el comprador; incluso es habitual que, una vez finalizado el proceso de Due Diligence y negociándose el contrato de compraventa, el vendedor revele nuevos datos en el momento de negociar el apartado de “manifestaciones y garantías” de dicho contrato.

Respecto de la información proporcionada en el proceso de Due Diligence, debemos destacar la preocupación del vendedor por preservar la confidencialidad de la información que vaya a ir entregando al potencial comprador; especialmente si la transacción no llega a buen puerto, ya que éste puede haber obtenido información confidencial. Por tanto, es aconsejable que todo vendedor exija no sólo a los potenciales compradores, sino también a los asesores de éstos (abogados, auditores, consultores, etc.), que se comprometan por un acuerdo de confidencialidad, ya sea los primeros por una cláusula vinculante en la carta de intenciones o los segundos por un acuerdo *ad hoc* para tal fin.

Adicionalmente a la información proporcionada por el vendedor, los asesores de los compradores obtendrán o confirmarán la información proporcionada en determinados registros u organismos públicos. Así, se solicitará información del Registro Mercantil para conocer los aspectos societarios de la empresa en venta, del Registro de la Propiedad para los bienes inmuebles que pueda titular el vendedor, de la Oficina Española de Patentes y Marcas para los derechos de propiedad industrial, del Ayuntamiento o comunidad autónoma a fin de confirmar que la sociedad cuenta con las licencias exigidas para el desarrollo de su actividad, certificaciones de Hacienda para confirmar que la sociedad no tiene pendiente de ingreso ninguna reclamación por deudas ya vencidas o certificaciones de la Tesorería General de la Seguridad Social que, igualmente, certifican que la sociedad no tiene pendiente de ingreso ningún pago por reclamaciones administrativas de este tipo.

El proceso de Due Diligence suele terminar con la emisión del correspondiente informe, donde los profesionales implicados exponen la información proporcionada y/o analizada de la empresa *target*, concluyendo con los riesgos y contingencias detectadas, tratando de cuantificar económicamente el importe de las mismas. Es habitual en este tipo de transacciones que se exijan informes preliminares o borradores del informe para ir conociendo los aspectos fundamentales de la empresa, para así poder avanzar en la negociación de los términos fundamentales de la transacción.

D) Contrato de Compraventa o Inversión

Cuando se llega a esta fase, esto es, a la redacción del contrato de compraventa o inversión las partes implicadas en la transacción, pretenden que la firma de dicho contrato se lleve a cabo con la mayor brevedad posible. Tanto vendedor como comprador entienden que todos los aspectos de la operación están cerrados y no hay nada más que discutir; siendo ahora cuestión de los abogados que lo pongan en limpio en el papel y se pase a firmar "en cuatro días". Pero la realidad demuestra, muy a pesar nuestro, que desde el encargo del primer borrador del contrato hasta su firma definitiva siempre pasa más tiempo del deseado, principalmente porque las partes han llegado a un acuerdo sobre los aspectos esenciales, pero el vendedor comprueba unos días después que le llega a la bandeja de entrada de su correo electrónico un contrato de compraventa con varias decenas de páginas, que requiere un análisis detenido y toda una serie de explicaciones y entendimiento que vamos a tratar de desgranar en los siguientes apartados de este artículo. Por ello, a continuación vamos a exponer una serie de cláusulas habituales en las transacciones de Corporate Finance, algunas de las cuales son genéricas de todo tipo de compraventa de empresas y otras particulares cuando intervienen compradores profesionales, especialmente entidades de capital riesgo.

I) Objeto del Contrato

En esta cláusula se define lo que se está vendiendo y comprando. Si se trata de la venta de una sociedad, lo habitual será la venta

de las acciones –en el caso de una Sociedad Anónima– o de las participaciones sociales –en el caso de una Sociedad de Responsabilidad Limitada, que hoy día constituye más del 95% del panorama societario español– que representan su capital social. Y decimos que el mecanismo habitual en caso de venta de sociedad es la venta de las acciones o participaciones sociales que representan su capital social porque, con dicha transmisión, se realiza la transmisión de la sociedad *target*, que es la entidad titular de todos los derechos y obligaciones que el comprador pretende adquirir; ya que si se quisiera adquirir determinados activos y pasivos de la sociedad *target* sería necesario contar con el consentimiento de los acreedores para la liberación de la sociedad vendedora de los pasivos transmitidos, razón por la que un porcentaje altísimo de las transmisiones de empresas se realiza por el mecanismo de venta de acciones o participaciones sociales. Cuestión diferente, y que analizaremos posteriormente en el apartado de manifestaciones/representaciones y garantías, es la necesidad de cubrir la situación de la sociedad *target* transmitida, ya que si en el contrato de compraventa no se dijera nada más según nuestro derecho el vendedor de unas acciones o participaciones sociales únicamente responde exclusivamente de la titularidad de las mismas, así como de la inexistencia de cargas y gravámenes sobre las mismas, esto es, de los vicios ocultos de las acciones o participaciones sociales.

En caso de que se trate de la venta de activos y/o pasivos de una empresa, deberá detallarse con la máxima precisión posible los que son objeto de transmisión, indicando, cuando existen, los datos de identificación registral del bien transmitido, así como la forma y momento de la entrega o puesta a disposición de los mismos al comprador.

Y en cuanto a los pasivos objeto de transmisión, tal como hemos señalado, será necesario contar con el consentimiento del acreedor a fin de que se produzca la liberación de la deuda para el vendedor ya que en caso contrario incluso se podría producir una asunción acumulativa de deudores, lo que significa que de la deuda cedida no sólo responde el deudor originario (sociedad transmitente), sino también el deudor adquirente (comprador).

2) Precio y Forma de Pago

En esta cláusula se incluye la parte más importante y deseada para el vendedor; esto es, el precio o contraprestación que va a recibir por las acciones, participaciones sociales o activos transmitidos. El precio o contraprestación ha de ser real, determinable y consistir en dinero; cuando la contraprestación no sea en dinero, se debe identificar de forma clara los bienes o derechos que se entregan.

En las transacciones en las que la parte transmitente sale del capital de la sociedad *target*, el precio habitualmente es el resultado de una valoración de la compañía, que se realiza sobre la base de un balance auditado o, al menos, revisado de forma exhaustiva por los asesores de la parte adquirente. Y de dicha valoración resulta el precio que es consignado como una cifra determinada en esta cláusula del contrato de compraventa. No obstante, en ocasiones el precio no queda determinado al 100% en el momento de la firma del contrato, pactándose por las partes que el precio final se ajustará, al alza o a la baja, por el resultado del balance o de la cuenta de resultados cerrados a una fecha posterior a la firma del contrato. Siendo fundamental en este caso asegurar la inclusión de un mecanismo de resolución de divergencias si la parte vendedora discrepa del balance o cuenta de resultados elaborado por la parte compradora y que va a servir de base para ajustar el precio de la compraventa. Por ello, es aconsejable la designación de un tercero (auditor de cuentas en la mayoría de los casos) en el propio contrato para resolver dichas diferencias y evitar que, en el momento de surgir las mismas, sea esta designación el primero de los conflictos.

En las transacciones de capital desarrollo, en las que mayoritariamente el inversor financia la sociedad con fondos propios vía una operación societaria de ampliación de capital, el valor tenido en cuenta para determinar el porcentaje de participación del inversor no es tanto el valor actual de la compañía como el que la misma sea capaz de generar en el futuro y en el que se suele incluir otros parámetros, por ejemplo los conocimientos que pudieran tener los gestores del sector industrial. En este tipo de transacciones no suele

haber un balance de cierre para calcular el valor de la compañía, ya que los ajustes suelen posponerse, estableciéndose en el contrato que, transcurrido un período de tiempo, se realizará una valoración de la sociedad, esta vez ya basada en el valor real que resulte de un balance o de otras magnitudes (cifra de ventas, Ebitda, etc.) que permitirán calcular el éxito de la inversión y la implementación adecuada del plan de negocios que sirvió de base para la inversión.

En los casos en que el equipo directivo o los gestores tomen una participación en el capital de la sociedad *target*, además del dinero que suelen aportar es muy habitual su contribución del *know-how* que tienen de la empresa y/o del sector industrial. Pero la misma no se suele realizar en forma de aportación no dineraria, sino que los gestores efectúan un aporte dinerario en el capital de *target* por el que obtienen un porcentaje superior al de los inversores por la valoración que se hace de su aportación intangible.

Y por último debe destacarse la inclusión de una fórmula contractual casi típica en este tipo de contratos, en virtud de la cual el precio de la compraventa se ajustará por las consecuencias negativas que puedan derivarse de las inexactitudes de las manifestaciones/representaciones y garantías a que nos referimos en un apartado posterior.

3) Garantías por el Precio Aplazado

En el caso de que el precio de la compraventa no se pague íntegramente a los vendedores en el momento de la firma del contrato, éstos deben asegurarse que el comprador les pague el precio aplazado. Para ello, hay varios mecanismos que vamos a tratar a continuación, adicionales a las garantías típicas que no vamos a analizar; ya que no son habituales en este tipo de transacciones, tales como la hipoteca de un bien inmueble, la prenda de algún bien mueble o la reserva de dominio de los bienes transmitidos hasta que se produzca el íntegro pago del precio.

El mecanismo de mayor seguridad para la parte vendedora es un aval a primer requerimiento sin condiciones, emitido por una entidad

de crédito. Con esta garantía, salvo “quiebra” de la entidad de crédito, la parte vendedora tiene asegurado el cobro del precio aplazado. Pero habitualmente esta exigencia chocará con los intereses de la parte compradora, ya que pretenderá que el precio aplazado actúe como garantía por las contingencias de la sociedad *target*, de las que responderá la parte vendedora. Es también una cuestión objeto de discusión qué parte tiene que soportar los gastos de la emisión y vigencia de dicho aval a primer requerimiento, sobre todo en los casos en que es muy largo el aplazamiento del pago.

Otra garantía que también es muy utilizada en este tipo de transacciones es el depósito, también conocido por su término inglés de *escrow*, en virtud del cual el dinero aplazado que debe pagar la parte compradora –pero que se pretende asimismo retener por la parte compradora como garantía de cualquier tipo de contingencia de las que responda el vendedor según lo previsto en el contrato de compraventa– se deposita ante un tercero, que suele ser una entidad de crédito. En este contrato se regula de forma exhaustiva si el importe del depósito, una vez llegado su vencimiento, es restituido a la parte vendedora o compradora en función del cumplimiento de ciertas condiciones, a través de las cuales se expresa si las contingencias previstas han tenido o no lugar.

En el caso de que no surja ninguna de las contingencias, el dinero del depósito se entregará a la parte vendedora por el precio aplazado de la compraventa, adicionalmente a los intereses que dicho dinero haya ido produciendo durante la vigencia del depósito.

También es posible que la parte compradora no quiera dar ningún tipo de garantía por el precio aplazado, alegando que su solvencia como empresa debería ser suficiente para la parte vendedora. Manifestación esta que en muchas ocasiones es cierta, pero igualmente cierto es el hecho de que, si llegada la fecha de obligación de pago del precio aplazado el comprador no cumple con el mismo, a la parte vendedora no le quedará más remedio que iniciar una reclamación judicial para obtener el precio aplazado impagado, tratando de embargar, con una medida cautelar y con todas las dificultades

que ello conlleva, algún tipo de bien que asegure la efectividad de una futura sentencia judicial favorable a sus intereses.

4) Manifestaciones/Representaciones y Garantías

Esta cláusula tiene una relevancia especial para la parte vendedora, que a través de sus asesores debe estar muy al tanto de su redactado y no perderle importancia por las graves consecuencias que puede tener para su patrimonio una manifestación o representación incierta o incorrecta, o no debidamente excepcionada.

Las manifestaciones/representaciones y garantías (que procede de la expresión inglesa *representations and warranties*), también denominadas bases de compra o de la inversión, son declaraciones hechas por la parte vendedora sobre diversos estados de cosas, desde hechos propios de la sociedad *target* o estados de creencia del vendedor, pretendiéndose con las mismas tener una “foto” de la sociedad en un momento determinado previo a la firma del contrato de compraventa. Esta cláusula suele empezar indicando “la parte vendedora manifiesta o representa y garantiza”, y con ello, siguiendo al profesor Carrasco Perera, lo que se quiere decir es que la parte vendedora comunica a la compradora una serie de circunstancias relativas a la empresa transmitida o a su entorno y que le asegura que son ciertas. La garantía versa sobre la veracidad, pero no se garantiza propiamente –mediante una garantía personal o real o una promesa independiente– la obligación que asume el vendedor de que tales declaraciones sean veraces o que sea, a su vez, veraz la declaración que afirma que las restantes declaraciones son veraces.

Reseñar en este apartado un listado de las materias que se incluyen en el apartado de manifestaciones/representaciones y garantías excede del objeto de este artículo, pero sí que consideramos conveniente resaltar algunas que es habitual incluirlas por la relevancia que tienen: i) se declara que la sociedad *target* está al corriente en la presentación y pago de las obligaciones fiscales y de la inexistencia de inspecciones tributarias o, en el caso de que las haya, no diferentes a las reseñadas, haciéndose responsable la parte vendedora de cualquier contingencia,

detectada en una inspección tributaria, que se pudiera derivar por los impuestos devengados hasta la firma del contrato de compraventa; ii) también se suele declarar que la sociedad dispone de todas las autorizaciones, licencias y permisos necesarios para el ejercicio de su actividad, por lo que si hay algún problema o limitación lo aconsejable es que se haga constar expresamente la salvedad existente; iii) se acompaña un balance de fecha muy reciente, declarando que el mismo refleja la imagen fiel de la sociedad, por lo que si posteriormente salen a la luz activos ficticios o sobrevalorados o pasivos ocultos, la parte vendedora pasará a responder de dicha contingencia, debiéndose resaltar que la parte compradora pretende extender la veracidad de ese balance a una partida muy relevante, cual es el saldo deudor de los clientes de la sociedad; iv) además de incluir el listado de trabajadores con todos los conceptos de su retribución, se declara que la sociedad está al corriente en el cumplimiento de todas las obligaciones laborales y de Seguridad Social; y v) se declara que los contratos fundamentales de la sociedad (distribución, suministro, agencia, transporte, etc) están plenamente en vigor, no existiendo ningún incumplimiento ni amenaza de resolución por la contraparte contractual.

En la venta de acciones o participaciones sociales, aunque con ello se produzca la venta indirecta de la sociedad *target*, lo que el Código Civil español garantiza es que el objeto vendido (acciones o participaciones, pero no la sociedad *target*) no tenga defectos ocultos, entendidos éstos como la existencia de gravámenes ocultos para el comprador, pero en ningún caso están incluidos en la garantía de nuestro derecho los activos de la sociedad *target* vendida, ya que los mismos no son objeto de la compraventa. En consecuencia, las diversas contingencias que puedan influir en estos activos no afectan a las acciones o participaciones vendidas en cuanto vicio oculto.

Por tanto, cuando el objeto del contrato de compraventa son las acciones o participaciones sociales representativas del capital de una sociedad y no activos materiales, la función de las manifestaciones/representaciones y garantías es extender el ámbito de responsabilidad de la parte vendedora, haciéndole responder de determinadas contingencias, daños o riesgos que, de no pactarse así, su responsa-

bilidad caería en el ámbito de responsabilidad exclusiva de la parte adquirente. Y así, al establecerse una lista de hechos y circunstancias que han de ser manifestadas como ciertas por la parte vendedora, ésta asume la responsabilidad de que tales manifestaciones sean ciertas, y responde. Todo ello, tal como hemos indicado, porque con el régimen de responsabilidad propio de la compraventa, la parte vendedora no respondería de cualidades o circunstancias que resultan ajenas al objeto vendido (acciones o participaciones sociales).

Y para garantizar las consecuencias negativas que se pudieran derivar de las manifestaciones/representaciones y garantías realizadas, la parte compradora exigirá de la vendedora garantías ciertas y seguras, bien en forma de aval bancario a primer requerimiento o bien la facultad de retener el precio aplazado en garantía de dichas contingencias.

5) Limitación de Responsabilidades

Para la parte vendedora es más que recomendable establecer cláusulas limitativas de su responsabilidad por las contingencias que puedan surgir y de las que sea responsable, según los términos del contrato de compraventa.

En primer lugar, interesará al vendedor introducir una franquicia mínima de responsabilidad, de forma que la vendedora sólo responda de las contingencias que sobrepasen la cantidad pactada, siendo interesante establecer que dicho importe de franquicia sea global, constituyendo una cuota exenta de responsabilidad, por lo que si las contingencias sobrepasan dicho importe, únicamente se responda del exceso.

También interesará fijar una cuantía máxima de responsabilidad del vendedor, si bien en este aspecto la parte compradora difícilmente admitirá una cifra inferior al precio de compra.

Asimismo, los contratos de compraventa de sociedades prevén una delimitación temporal de la vigencia de las manifestaciones/representaciones.

taciones y garantías, siendo habitual que dicho período comprenda entre uno y tres años, sin perjuicio de los plazos de prescripción legal para las reclamaciones tributarias, laborales, administrativas y demás de carácter legal.

6) Pacto de Socios

En los casos en que los inversores no son los únicos socios de la compañía adquirida, bien porque permanecen los socios fundadores bien porque el equipo directivo ha pasado a tener una participación en el capital de la sociedad, es habitual regular contractualmente las relaciones jurídicas entre las partes, comúnmente denominado pacto de socios, bien en el propio Contrato de Compraventa, bien en un documento aparte.

Las cláusulas concretas en cada pacto de socios variarán dependiendo de las circunstancias de las personas que lo firman, aunque consideramos interesante destacar las siguientes:

i) Toda una serie de materias, competencia tanto de la Junta General de Socios como del Consejo de Administración, quedan sujetas a mayorías cualificadas, de forma que los acuerdos de dichas materias no puedan ser adoptados por los socios que tengan la mayoría simple del capital, sino que se busca el mayor consenso posible en interés de todos los socios.

ii) La regulación de la transmisión de las acciones o participaciones sociales es una materia que preocupa a los socios de cualquier sociedad, por lo que suele establecerse con más razón si cabe una prohibición casi absoluta a la libre transmisión de las mismas en este tipo de sociedades. Se fija el derecho de adquisición preferente de los restantes socios no sólo para las transmisiones por negocios ínter vivos, sino también para las adquisiciones mortis causa y en las enajenaciones forzosas (como ocurre en caso de embargo o prenda y posterior subasta). Y en el caso de que alguno de los socios de la sociedad *target* sea a su vez una entidad y no una persona física, deberán establecerse las cautelas correspondientes para que no se

vulnere el régimen de transmisión de las participaciones sociales de la sociedad *target* con las transmisiones indirectas, esto es, con la venta de los títulos de la entidad que, a su vez, es socio de nuestra sociedad *target*.

iii) También suele regularse contractualmente la política de distribución de dividendos, estableciéndose la misma como una obligación de todos los socios, que deberán votar a favor del acuerdo en el órgano social competente, si bien condicionada a que se cumplan determinados ratios económicos de la sociedad que permitan el reparto de dividendos en una situación económica financiera desahogada.

iv) Es muy importante para los inversores financieros no sólo que la sociedad adquirida cumpla con el plan de negocio preestablecido, sino que también tenga asegurada la posibilidad de desinvertir en el momento oportuno mediante la venta a un tercero, debiendo tener asegurado para ello el compromiso de los otros socios a fin de vender en el momento que se desea. Por ello se establecen diversos mecanismos, pudiendo destacar por su recurrencia los siguientes: a) cláusula de arrastre o *drag along*, que consiste en el derecho del socio que quiere vender de poder arrastrar u obligar a los demás socios para que vendan en las condiciones (principalmente en cuanto al precio) que se hayan pactado al tercero que ha trasladado una oferta de compra del 100% del capital de la sociedad; y b) cláusula de acompañamiento o *tag along*, que consiste en el derecho de los demás socios a acompañar al que haya decidido transmitir sus acciones o participaciones, vendiendo conjuntamente con él las suyas y en las mismas condiciones ofrecidas por un tercero.

Enrique Blasco
Socio de Blasco y Civera Abogados

■ 8. ASESORAMIENTO PATRIMONIAL ■

Habitualmente es en las últimas fases de un proceso de compraventa de una empresa o grupo de empresas cuando empieza el papel del asesor financiero o banquero personal que, conociendo de primera mano la situación e idiosincrasia de los accionistas vendedores, comienza a diseñar conjuntamente el "día después" de la transacción desde una variedad de ángulos y perspectivas.

Los servicios de estos especialistas se enmarcan dentro de los de Banca Patrimonial que ciertas entidades financieras especializadas ofrecen a sus clientes de rentas altas.



"El camino hacia la riqueza depende fundamentalmente de dos palabras: trabajo y ahorro"
Benjamin Franklin

La primera fase de los servicios de estos especialistas está enfocada a la planificación patrimonial de una estructura eficiente para los accionistas vendedores. Se trataría de definir, para cada caso concreto, cuál es la estructura jurídico-societaria fiscalmente eficiente para canalizar el patrimonio integral de estos accionistas.

Esto requiere un profundo y detallado conocimiento de la situación actual y una visión de la actividad futura de estos. En concreto el diseño de una estructura patrimonial eficiente requiere conocer las líneas generales que van a guiar las actuaciones a seguir con el patrimonio financiero generado tras la operación.

Cuestiones tales como si desea el grupo familiar reinvertir en negocios, si vamos a permanecer juntos o procedemos a separar los patrimonios familiares, qué tipo de inversiones queremos emprender, si la vocación será patrimonialista, empresarial o ambas, o si se acometerá una política de dividendos, deberán ponerse encima de la mesa.

La planificación fiscal debe ser, por tanto, uno de los objetivos básicos en esta primera fase. La estructura patrimonial debe buscar los siguientes objetivos:

- El primero, alcanzar el tratamiento fiscal más favorable. Esto implica la búsqueda de la estructura más eficiente no solo para minimizar la tributación de la sociedad o grupo de sociedades que los socios vendedores establezcan, sino para que, en conjunto, la nueva estructura permita la optimización del pago de los impuestos a que puedan estar sujetos los socios (Impuesto sobre Sociedades, Impuesto de la Renta de las Personas Físicas).
- En segundo lugar y dado que en muchas ocasiones estamos tratando la venta de empresas familiares, facilitar la sucesión. El relevo generacional en los negocios e inversiones familiares pueden generar

un alto coste impositivo, además del riesgo de suponer una fuente de problemas para los sucesores.

▪ Por último, a la hora de implantar una estructura patrimonial posventa para un grupo familiar, deberán considerarse otros objetivos, tales como la protección, mediante una correcta separación del patrimonio familiar frente a los riesgos que implica el desarrollo de nuevas actividades económicas e inversiones y apalancamientos, la limitación de responsabilidad del empresario, la capacidad de respuesta ante los frecuentes cambios legislativos y fiscales, etc.

En una estructura eficiente desde el punto de vista fiscal, la asignación de recursos a nuevas inversiones o la diversificación del patrimonio y actividades no debe verse condicionada por los costes impositivos. Ello hace imprescindible, previamente a las decisiones, analizar de la mano del banquero personal cuáles serán las líneas de reinversión del patrimonio financiero líquido en la gama de activos disponibles y cómo puede verse influido el coste impositivo de estas decisiones para tratar de minimizarlo.

La estructura patrimonial deberá acometerse previendo que, en el futuro, pueda estar sujeta a cambios, e incluso desaparecer. Si en algún momento se alteraran las circunstancias familiares o empresariales o se modificase el ámbito legal o tributario en el que se enmarcó su creación, y estas eventualidades motivaran la disolución o separación del grupo, el coste impositivo relacionado debería haberse fijado inicialmente en el análisis del coste/beneficio fiscal que debe acompañar a la decisión de implantar la estructura.

Otra de las características exigibles a una estructura patrimonial eficiente es la posibilidad de que los socios o inversores, en su caso, puedan retirar excedentes de sus negocios e inversiones, con un coste fiscal razonable.

Como es lógico, los inversores y accionistas deberán gozar de liquidez para sus necesidades privadas. Deberán arbitrarse los mecanis-

mos inversores más adecuados para que la obtención de la liquidez suponga la menor carga fiscal para el grupo y para los propios preceptores.

Un aspecto capital es el acceso a los beneficios fiscales que nuestra legislación prevé para las empresas familiares y que se extienden a las sociedades *holding*.

Estos beneficios establecidos tanto por la Administración central como por determinadas comunidades autónomas se refieren a la exención en el, hasta hace poco existente, Impuesto del Patrimonio y a la reducción del 95% en la base imponible del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones. Su aplicación y su posible extensión a elementos patrimoniales no directamente relacionados con el desarrollo de actividades económicas dependerán en gran medida del modelo de disposición patrimonial elegido.

En esta fase, el asesor patrimonial utilizará toda la batería de figuras societarias que directamente o combinadas obtengan para su cliente la eficiencia patrimonial (sociedades *holding*, SICAV, fondos de inversión, sociedades de capital riesgo, sociedades inmobiliarias, etc.).

En este sentido, la siguiente tabla muestra algunas diferencias entre algunos vehículos de inversión disponibles para el inversor:

Vehículo de Inversión

Casufística	SICAV	Fondos	SL/SA
Ámbito de la inversión	Sólo productos financieros Sujeto a coeficientes Algunas exclusiones	Sólo productos financieros Ámbito definido por el folleto	Cualquier tipo de inversión
Intervención en la gestión	Sí, dentro del ámbito de la inversión	No	Sí
Costes constitución del vehículo	Honorarios y tasas Exención ITP	No se aplica	Honorarios 1% ITP
Costes mantenimiento	Aprox. 15.000 euros/año Aprox. 0,1% sobre activos	Despreciable por el tamaño	Suele ser muy inferior
Costes de gestión	A negociar con la gestora	No se puede negociar	A negociar con la SV
Fiscalidad	1%	1%	20%/25%/30%
Dividendos	18% (21%)	18% (21%)	18% (21%)
Venta parts.	18% (21%)	18% (21%)	18% (21%)
Trasposos a vehículo	Sí	Sí	No
Trasposos desde vehículo	Si existen 500 accionistas	Sí	No
Liquidez	Limitada al exceso sobre 2,4 millones de euros	Ilimitada	Ilimitada

La importancia de esta primera fase de trabajo tras la venta de la empresa radica en el convencimiento de que la rentabilidad de las inversiones en activos futura no sólo dependerá de los retornos esperados, sino también del coste fiscal asociado a los mismos.

Es habitual encontrar grupos familiares que, tras una operación de venta societaria, diversifican a título de "persona física" su patrimonio entre inmuebles de uso propio y en arrendamiento, cartera de valores financiera y otras participaciones en sociedades. La rentabilidad después de impuestos para estos inversores es clarísimamente más reducida que otras alternativas más eficientes desde el plano fiscal.

Medidas como por ejemplo: 1) la inversión de la cartera financiera a través de una SICAV o una cartera de fondos, con lo que la tributación de los resultados pasará a un 1%, limitando la tributación al 18% de la plusvalía asociada a la liquidez (retiros generados); 2) aportación de las participaciones societarias que supongan más de un 5% de los derechos de voto a una sociedad *holding*, dejando exentos los respectivos dividendos y mejorando sustancialmente la fiscalidad en

sucesiones y donaciones; y 3) aportación de los inmuebles en renta a una sociedad inmobiliaria específica, generando importantes ahorros fiscales; pueden ser objeto de estudio en esta fase, ya que mejorarían significativamente la rentabilidad financiero-fiscal para estos inversores.

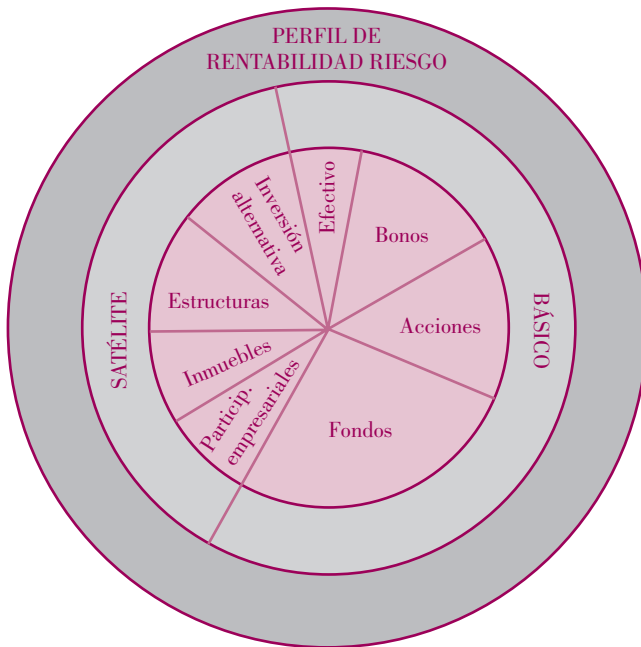
En general, es recomendable diseñar estructuras de reinversión como las que se muestran en el siguiente esquema:



Una vez diseñada e implementada la estructura patrimonial, el banquero personal o asesor de cabecera del cliente inicia un proceso de entrevistas y sesiones para ir definiendo uno de los factores que serán vitales y determinantes en la rentabilidad a largo plazo del patrimonio del inversor. Se trata del perfil de riesgo o perfil de rentabilidad-riesgo.

El perfil de riesgo viene definido por la mayor o menor exposición media a largo plazo de la cartera de un inversor a los activos de riesgo (bolsa, activos empresariales, derivados ...).

BANCA PATRIMONIAL



Para la correcta determinación del perfil de riesgo de un inversor entran en juego muchas variables, unas objetivas y otras más subjetivas o psicológicas.

El horizonte de inversión o plazo de la misma es un factor determinante. Partimos de la base de que los activos de riesgo son los más rentables a largo plazo, pero al mismo tiempo asumen más volatilidad y fluctuaciones (riesgo) en plazos cortos. En este sentido, cuanto a más largo plazo sea la vocación inversora del accionista, mayor riesgo podrá asumir y, por tanto, podría optar a perfiles de riesgo más dinámicos. Éste es el caso de las carteras de los fondos de pensiones.

Ligado con el aspecto anterior está otro factor determinante que es el grado de liquidez requerido de la cartera de activos. Cuanto mayor sea éste (bien por necesidades financieras vitales o compromisos financieros a corto plazo), más conservador debería ser el perfil de riesgo del cliente.

Otros aspectos a tener en consideración son la edad de los inversores, su situación personal y familiar, el riesgo económico y profesional, la evolución de otros negocios e inversiones, el grado de conocimiento de los mercados financieros y el funcionamiento de los activos y productos de inversión, etc.

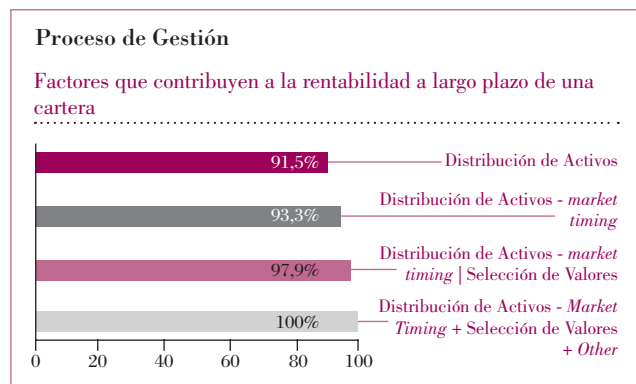
Un aspecto relevante que el banquero debe deducir de entrevistas y reuniones con su cliente es el grado (subjetivo) de aversión al riesgo, entendido como la tolerancia a las pérdidas a cambio de una expectativa de niveles superiores de rentabilidad. Para esta tarea, puede servir de ayuda una serie de simulaciones estadísticas que muestran distintos escenarios de rentabilidades y riesgos (beneficios y pérdidas potenciales) a fin de buscar aquel entorno de inversión en el que el inversor se sienta más cómodo.

En relación a los perfiles de inversión, es importante señalar que la vez se definido estos no son estáticos. Es papel del asesor detectar en su relación habitual con el cliente cambios en los parámetros que determinaron el perfil inicial para sugerir y acordar conjuntamente modificaciones en el mismo. Dicho esto, no es aconsejable realizar modificaciones frecuentes, dado que la práctica nos dice que normalmente esto se hace en los momentos de mercado menos oportunos

(resultan más agresivos en los momentos de clímax alcista del mercado y más conservadores en los valles de las correcciones bursátiles).

En cuanto a la cartera de inversiones financieras, el perfil de riesgo se va a concretar en un nivel medio o posición neutral de inversión en los mercados de riesgo (básicamente bolsa). La habilidad de gestor de patrimonios radica en estar correctamente invertido por encima de ese nivel en mercados alcistas y protegido por debajo del mismo en mercados bajistas.

La correcta asignación de un perfil de riesgo inversor a los accionistas que acaban de generar un patrimonio líquido sustancial tras la venta de una empresa es muy importante. Diversos estudios indican que cerca del 90% de la rentabilidad a largo plazo de una cartera se debe a la distribución de activos neutral derivada del perfil de riesgo asignado. El restante 10% se reparte en factores tales como la selección del gestor, la selección de sectores y valores de inversión y el acierto en los momentos de entrada y salida del mercado.



Tras la venta de un activo empresarial, se produce en los accionistas una situación excepcional en la que habitualmente el patrimonio líquido pasa a suponer una parte muy significativa del conjunto de activos patrimoniales y se inicia un proceso de reinversión en diferentes activos.

En este proceso, el primer consejo de cualquier buen asesor debe ser no precipitarse y tomarse todo el tiempo necesario para ello, siendo preferible dejar pasar "oportunidades" y diseñar correctamente una estrategia patrimonial a largo plazo.

Los distintos activos de inversión que un inversor tiene ante sí disfrutan de diferentes características intrínsecas de liquidez (entendida tanto como generación de corriente de flujos como rapidez en transformarse en efectivo en un mercado), rentabilidad, riesgo, apalancamiento, fraccionabilidad, etc.

Una primera aproximación a la distribución de activos es la recomendación general de la diversificación de los mismos en la estructura del patrimonio del inversor. El hecho de que los precios de los activos evolucionen de diferente forma en el tiempo (por ejemplo, a largo plazo los precios de los bonos bajan cuando las bolsas suben), nos hace recomendar que los inversores traten de evitar la concentración excesiva en determinados activos que en momentos condreptos del ciclo estén generando las mayores rentabilidades.

La diversificación del patrimonio entre activos permitirá que, a largo de los ciclos económicos, el patrimonio del cliente mitigue las fases bajistas garantizando el objetivo de la preservación patrimonial y pueda participar de los ciclos económicos alcistas. De esta manera, se consigue un crecimiento a largo plazo del mismo.

A grandes rasgos, los activos disponibles son: efectivo, bonos y obligaciones tanto públicas como privadas, acciones cotizadas, productos estructurados, activos inmobiliarios, participaciones empresariales directas, fondos de cobertura, *private equity* y otras inversiones alternativas (arte, joyas, oro, etc.).

La diversificación de activos es aconsejable porque, bajo ciertos condicionantes, la introducción de un nuevo activo y hasta ciertos límites puede producir el efecto beneficioso de incrementar la rentabilidad esperada a largo plazo de la cartera, al tiempo que se puede reducir el riesgo global de la misma.

La labor del asesor de estrategia patrimonial consiste en este momento, en intentar identificar en qué momento del ciclo económico nos encontramos y hacer previsiones para tratar de sobreponderar prudentemente aquellos activos que mejor se puedan beneficiar del futuro ciclo, al tiempo que se procure moderar y proteger la exposición a aquellos activos que peor se vayan a comportar en la siguiente fase del ciclo.

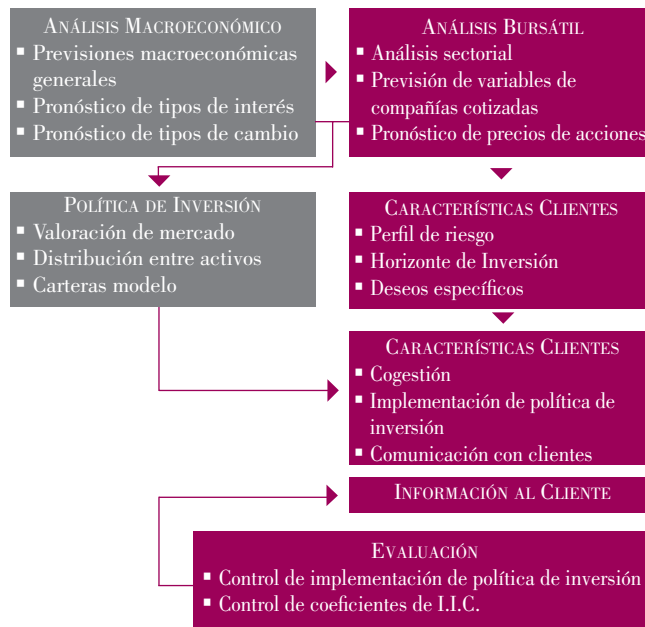
En esta fase de análisis, se tratará de revisar el entorno macroeconómico que marca el terreno de juego en que los precios activos se han de mover. Así, previsiones de variables económicas tales como tipos de interés a corto y largo plazo, inflación, crecimiento económico, tipo de cambio, beneficios empresariales, etc., juegan un papel esencial en los modelos de valoración de activos.

Existe multitud de modelos económicos cuya misión es detectar mercados y activos infravalorados o sobrevalorados que puedan dar señales a los inversores para reorientar sus inversiones. Estos modelos hay que considerarlos como una herramienta más. La combinación de los instrumentos económicos con una buena dosis de sentido común es siempre una buena opción.

La gestión profesional del patrimonio tras la consecución de un proceso de compraventa empresarial es una necesidad. De la misma forma que en la fase previa se administró profesionalmente la empresa, es preciso gestionar eficientemente los patrimonios financieros generados con la transacción.

Para ello, suele establecerse un proceso de inversión similar al reflejado en el siguiente esquema. Como se observa, los flujos de información se inician por un análisis del entorno económico y se va descendiendo a través de un estudio de sectores, compañías concretas, valoraciones de activos y mercados.

Toda la información se tamiza por las características específicas del cliente (perfil de riesgo) y finalmente se establece un sistema periódico de información (tableros de mando) y control.



El objetivo a largo plazo lo marca cada inversor, pero habitualmente podemos hablar de la protección, el crecimiento y la transmisión del mismo como los más habituales.

Una de las claves en este proceso, igual que lo fue en la gestión empresarial, es rodearse de colaboradores y asesores de primer nivel en los que se deleguen responsabilidades y se deposite la confianza.

Seleccionar un grupo reducido de profesionales y especialistas de confianza que asesoren al accionista vendedor debe ser una de las primeras tareas y, muchas veces, de ello dependerá el éxito de este nuevo negocio que emprende, que será la administración profesional de su patrimonio.

Ignacio López
Director de Banca Patrimonial Levante
de Banca March

■ 9. LA FINANCIACIÓN DE ADQUISICIONES DE EMPRESAS ■

INTRODUCCIÓN

Para la adquisición de una sociedad, es habitual recurrir a proveedores de capital que proporcionen recursos financieros (deuda) al adquirente, de tal forma que la rentabilidad para el mismo se incrementa sustancialmente.

La situación de la sociedad a adquirir en cuanto a su participación en mercados organizados (bolsa de valores) también va a influir en cuanto a la financiación para la compra de paquetes mayoritarios o minoritarios de acciones.

En el caso que nos ocupa, consideraremos que las sociedades objeto de adquisición no operan en los mercados de valores, ya que la complejidad de las transacciones y la estructura de sus garantías difieren notablemente.

Fundamentalmente, la adquisición de una compañía se suele instrumentar a través de una sociedad interpuesta por razones de índole fiscal para evitar problemas por asistencia financiera (bajo ciertas condiciones, se permite la deducción fiscal de los intereses devengados de la financiación).

En general, nos encontraremos ante dos tipos de compradores:

- Comprador industrial: en este caso, podemos encontrarnos con diferentes casuísticas, como por ejemplo la compra de una empresa para posteriormente fusionarla con la adquirente, mantenimiento de la sociedad adquirida como una filial participada al 100%, etc. La estructura legal para la formalización de la adquisición difiere en función de diversos factores, desde razones de tipo fiscal, normativas, etc.

"El hombre que sea de tendencia a la baja con respecto al futuro de este país irá a la bancarrota"

John Pierpont Morgan

- Comprador financiero: en esta ocasión, y en el mercado español, lo habitual es utilizar una sociedad interpuesta por motivos legales (asistencia financiera) y fiscales (deducibilidad de los intereses).

En aquellos casos donde la financiación para la adquisición sea de un volumen importante, la práctica bancaria habitual es crear un sindicato de entidades financieras que aporten la financiación requerida por el adquirente. Generalmente, el banco o caja que asume el liderazgo de la financiación actúa como "agente" para colocar parte de la misma entre otros bancos o cajas (club deal).

MCH COMPRA EL FABRICANTE DE ARMAS DE AIRE COMPRIMIDO GAMO

Para financiar parcialmente la operación, los compradores han obtenido un crédito por algo más de 40 millones de euros de Banco Sabadell –que ha actuado como entidad agente–, Fortis y Barclays. La cifra incluye unos 5 millones de euros para futuras inversiones de Gamo. Fuentes cercanas a la operación destacaron ayer que la empresa catalana está muy saneada y que no tiene apenas deuda. La facturación consolidada de Gamo ronda los 70 millones de euros. Dos terceras partes proceden de los mercados exteriores.

Expansión, noviembre 2007

En casi todos los países europeos, la legislación prohíbe que la sociedad a adquirir pueda conceder asistencia financiera para la compra de sus propias acciones (en España, Artículo 5 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada y Artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas).

Para solventar este problema, es habitual utilizar una sociedad interpuesta que recibe la financiación para, posteriormente, fusionarla con la sociedad adquirida.

FACTORES A CONSIDERAR EN LA FINANCIACIÓN DE UNA ADQUISICIÓN

A la hora de solicitar a una entidad financiación para llevar a cabo una adquisición, ésta va a analizar de forma minuciosa fundamentalmente la capacidad de generación de flujos de caja tanto de la sociedad adquirente como de la sociedad adquirida y la estructura del balance consolidado.

La financiación de la adquisición por parte de una entidad financiera puede considerar también otros aspectos, como puede ser el sector donde opera la compañía adquirente y adquirida (mercados regulados como el energético), si se trata de sectores estratégicos y protegidos por instituciones gubernamentales (defensa, telecomunicaciones, etc.).

De forma preliminar, los departamentos de análisis de riesgos van a examinar con mucho detalle la solvencia y capacidad financiera de la empresa adquirente.

Las entidades financieras consideran una serie de características a las transacciones que se plantean por parte de potenciales adquirentes. No obstante, las características definitivas las marca el mercado y cada entidad en cuanto a su política de riesgos, disponibilidad de fondos a prestar y sectores de inversión preferentes. Algunas de ellas podrían ser las siguientes:

- Tamaño de la empresa a adquirir.
- Cuota de mercado de la adquirente/adquirida.
- Márgenes de beneficios.
- Flujos de caja futuros.
- Necesidades de inversión de la compañía adquirida/adquirente (activos fijos, tecnología, patentes, derechos de comercialización, etc.).
- Situación del balance.
- Calidad de los activos o colaterales.
- Plan de negocio creíble y sostenible en el tiempo.

- Calidad del equipo directivo.
- Sector donde opera la industria (aspectos como madurez, capacidad de crecimiento, vinculación a los ciclos económicos, etc.).

CONDICIONES GENERALES EN UNA PROPUESTA DE FINANCIACIÓN

Una vez la sociedad adquirente ha firmado un acuerdo de intenciones (e incluso antes en algún caso) con la sociedad a adquirir, el asesor financiero de la sociedad adquirente puede ayudar a la compañía en la búsqueda de financiación para la adquisición.

Para ello, prepara la documentación requerida por los proveedores de financiación (memorando informativo, proyecciones financieras, detalle de la estructura de financiación requerida, etc.) y realizaran las rondas de contactos, presentaciones, etc., conducentes a recibir ofertas de financiación.

En general, la deuda en una adquisición se divide en dos tipologías: deuda senior (con garantías y pudiendo incorporar cláusulas restrictivas) y deuda subordinada (sin garantía real, aquí entraría la deuda *mezzanine*, deuda *second lien*, etc.)

Deuda senior: deuda garantizada con activos de calidad. Se puede estructurar en diferentes tramos en función del vencimiento, el destino o el rango.

Deuda *mezzanine*: deuda sin garantía real. La duración de esta financiación es superior a la de la deuda senior y se estructura como un préstamo amortizable al final de la vida del mismo (*bullet*) pero con pago periódico de intereses. Está subordinada al resto de deuda, quedando exclusivamente por delante del capital.

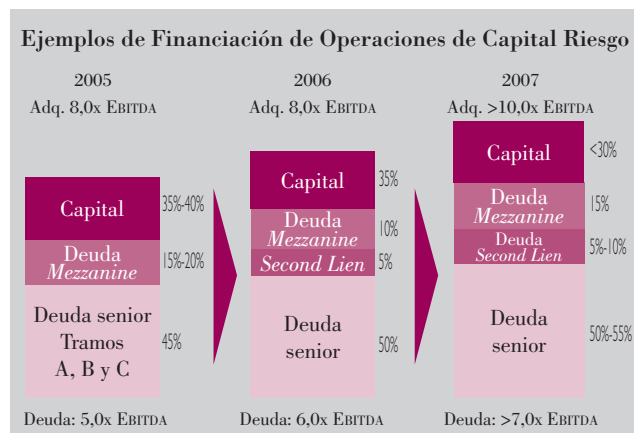
Deuda *second lien*: préstamos con los mismos derechos y cláusulas que un préstamo normal, respaldado por algún tipo de activo menos líquido o de menor calidad que los de la deuda senior.

PIK (Payment in Kind): dentro de la deuda subordinada, es posible que parte del préstamo se estructure como PIK. Este instrumento no proporciona ningún rendimiento al tenedor (ni intereses ni amortización de capital), pero incorpora un *warrant* (derecho a vender acciones a un precio preestablecido), por lo que se trata de un instrumento de cuasi capital.

El rendimiento viene a la venta de la empresa, donde el tenedor de la deuda ejerce la opción de venta y aumenta su rendimiento si el precio de venta de las acciones es superior al establecido inicialmente en el *warrant*. Esto se ve principalmente en transacciones esponsorizadas por firmas de capital riesgo que tienen un horizonte de salida preestablecido.

Dentro de la deuda subordinada, podemos encontrar, además de entidades financieras con fondos especializados en deuda corporativa, *hedge funds*, etc.

En el cuadro que vemos a continuación, se observa la correlación entre lo pagado por las empresas calculado sobre base múltiplo Ebitda y la deuda otorgada por las entidades financieras para dicha financiación en la zona alta del ciclo.



Fuente: CIDEM

Por las actuales circunstancias de los mercados de capitales y la situación económica en general, es difícil que la financiación para adquisiciones sea superior a un múltiplo 3-3,5 veces Ebitda. Podríamos considerar que el rango de financiación conseguible hoy en el mercado estaría entre 2-3,5 veces Ebitda.

Aquellas entidades que hayan llegado a informes favorables en cuanto a la concesión de la financiación para la adquisición, presentarán al comprador una propuesta o *term sheet*, que recogerá las principales condiciones para otorgar el crédito solicitado. Dicha propuesta puede incluir, entre otros, los siguientes aspectos:

Tramos (en su caso).

Importe a financiar.

Plazos: período de amortización, incluyendo carencias de principal en su caso.

Comisiones y márgenes: tipos de interés aplicables y comisiones de apertura y cancelación total o parcial.

Cláusulas para el prestatario: las más habituales son las que se detallan a continuación:

- **Pari Passu:** compromiso de no otorgar a futuros acreedores garantías o condiciones más favorables sin hacer beneficiarios de las mismas a las entidades que financian la transacción.
- **Negative Pledge:** el prestatario no puede gravar su patrimonio en aseguramiento de obligaciones con futuros acreedores.
- **Limitación al endeudamiento adicional:** el prestatario no puede o necesita el consentimiento de las entidades financiadoras para captar nueva deuda.

- Limitación al otorgamiento de préstamos y garantías a terceros: el prestatario no puede o necesita el consentimiento de las entidades financiadoras para realizar préstamos o dar garantías a otras compañías del grupo o con vinculación accionarial.
- Limitación al reparto de dividendos: el prestatario no puede repartir dividendo, salvo que se cumplan ciertas condiciones (amortización acumulada, alcance de determinado nivel de riesgo vivo, cumplimiento de determinados compromisos financieros, etc.).
- Limitación a la venta de activos: el prestatario no puede o necesita el consentimiento de las entidades financiadoras para la venta de activos (inmuebles, líneas de producción, cesión de créditos, etc.). Es posible que la venta de activos esté atada a la obligación de destinar los fondos obtenidos a amortización de deuda.
- Limitación al cambio de propiedad: el prestatario no puede o necesita el consentimiento de las entidades financiadoras para vender total o parcialmente las acciones de la empresa. Esta cláusula se suele estructurar como resolutoria del contrato, obligando a la compañía a devolver la totalidad de la deuda contraída si las entidades financiadoras consideran que el nuevo propietario no cuenta con la solvencia adecuada. En general, el nuevo comprador realiza un proceso de refinanciación o reestructuración de la deuda de la sociedad adquirida.

▪ Compromisos (*covenants*) financieros: el prestatario asume la obligación de cumplir con determinados compromisos, generalmente medidos a través de una serie de ratios financieros, mientras dure el contrato de financiación. Los más habituales son:

- Deuda financiera neta/Ebitda
- Deuda financiera neta/F, propios
- Ebitda/Gastos financieros

Las entidades financiadoras establecen la obligatoriedad de recibir periódicamente (anual o semestralmente) certificación emitida por un tercero independiente (suele tratarse de un auditor de cuentas) del cumplimiento de los ratios anteriores.

En el caso de que no se cumpla alguno de estos ratios, la sociedad debe solicitar un *waiver* o dispensa para que la deuda no se declare vencida y se ejecuten las cláusulas de devolución total. Según las circunstancias por las cuales se ha producido el incumplimiento, es posible que las entidades financiadoras obliguen al prestatario a reforzar el balance con aportaciones de capital para continuar con la financiación.

Roberto de la Cruz
Director del Área de Corporate Finance
de Altair Consultores

■ 10. CAPITAL RIESGO ■

Tradicionalmente tres han sido siempre las diferentes vías de financiación de las compañías:

- Financiación propia.
- Financiación bancaria.
- Financiación de clientes y proveedores.

Dependiendo del destino, destacamos la financiación de circulante y la destinada a la inversión. El difícil acceso a la financiación ajena, la mayor dependencia bancaria y los costes financieros cada vez mayores hace que, desde hace ya algunas décadas, los empresarios estén empezando a contar con una nueva fuente de financiación para sus inversiones: el capital riesgo.

En España está regulado por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre. En dicha ley se define a las sociedades de capital riesgo como entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Por la etapa de desarrollo de la empresa y según la definición de ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo), podemos distinguir entre lo siguiente:

Capital semilla (seed): se financian las actividades previas al establecimiento de una empresa, es decir, la realización de estudios de mercado, el desarrollo de nuevos productos o líneas de negocio, así como la prueba de prototipos. Todavía existe riesgo tecnológico.

Start-up o capital arranque: Este tipo de adquisiciones sirve para financiar compañías que tienen entre tres y siete años de vida. Se utili-

*"Bienaventurado el que tiene talento y dinero,
porque empleará bien este último"*
Menandro de Atenas

za para conseguir recursos destinados al desarrollo de productos y servicios proyectados. Financia el crecimiento inicial y primera comercialización del producto o servicio de empresas de reciente creación.

Capital desarrollo: es el preferido por las firmas de capital riesgo que operan en el mercado español. Sirve para financiar el crecimiento de la compañía, con el acceso a nuevos mercados y productos. El destino de los fondos puede ser para la adquisición de activos fijos, el incremento del fondo de maniobra para el desarrollo de nuevos productos o el acceso a nuevos mercados.

Capital sustitución: adquisición de acciones en poder de otra entidad de capital riesgo o de otro accionista o de accionistas antiguos, es decir, inversiones en el capital de una empresa para sustituir a alguno de los accionistas existentes.

Adquisición con apalancamiento: compra de empresas en las que una parte sustancial es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los fondos propios de la empresa adquirida (ver el capítulo 9 de este libro La Financiación de Adquisiciones de Empresas).

Destacamos entre otras las operaciones de adquisición de equipos directivos de la propia empresa (MBO) o de equipos directivos externos (MBI). Le recomendamos el capítulo 3 de este libro para entender mejor esta tipología de operaciones.

Reorientación o turnaround: inversiones en empresas en dificultades para obtener financiación y facilitar su reflotamiento.

En el contexto actual de crisis económica y financiera, el capital riesgo se presenta sin duda como una fuente de financiación alternativa y a la vez complementaria de la financiación bancaria. Una empresa suele acudir al capital riesgo por diferentes motivos, pero sobre todo cuando lo que se busca no es solamente dinero, sino sinergias, apoyo

en la gestión, visibilidad en el mercado, profesionalización de la compañía, capital para arrancar, ayuda en la gestión, etc.

Según el informe económico y social de capital riesgo en España 2009 de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), *"las compañías respaldadas por el capital riesgo estimulan fuertemente la economía al crecer más rápidamente, generar más empleo, invertir con más fuerza e internacionalizarse más que las compañías no financiadas por este sector"*.

Según el mismo estudio, el capital riesgo refuerza a las compañías y les ayuda a superar los momentos más difíciles.

En la Comunitat Valenciana, tenemos la suerte de contar con diferentes entidades de capital riesgo de diferentes características, desde la Generalitat Valenciana, y en concreto desde el Instituto Valenciano de Finanzas, se han impulsado tres fondos, además de contar con otros de carácter menos institucional o incluso privados. Al final de este capítulo encontrará el lector una ficha de los principales fondos de capital riesgo que operan en la Comunitat Valenciana.

Según los datos de ASCRI, en la Comunitat Valenciana se invirtió en el año 2008 un total de 83,1 millones de euros, ello representa un 3,4% del total de inversión en España, que es de 2.424,7 millones de euros. En cuanto al número de operaciones, la Comunitat Valenciana representa un 6% de las totales computadas en España en el año 2008, es decir, cincuenta operaciones sobre un total de 839.

Madrid concentró un 41,7% del total invertido, Cataluña un 13,8% y Aragón un 7,2%. La conclusión es clara: el capital riesgo en la Comu-

nitat Valenciana tiene mucho margen de crecimiento.

En 2008 el total invertido en España en venture capital (venture capital incluye la inversión en las fases de semilla, arranque y otras etapas iniciales) fue de 1.569 millones de euros, lo que supone un incremento del 14% respecto al año 2007. El volumen invertido en venture capital en la Comunitat Valenciana en 2008 representa un 1,9% del total invertido, sin duda un dato más para la reflexión.

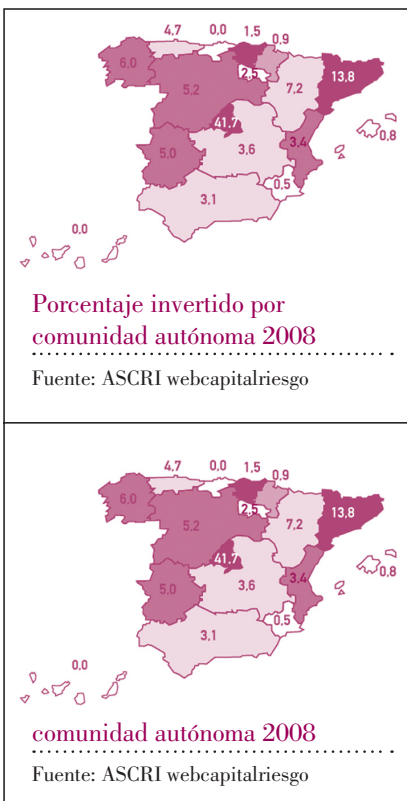
Hemos invitado a participar a diferentes inversores de capital riesgo a que les ofrezcan su particular visión de este sector desde la óptica del inversor.

**Ahorro Corporación
Desarrollo**
¿Qué es AC Desarrollo?



AC Desarrollo es la sociedad gestora de fondos de capital riesgo del Grupo Ahorro Corporación creada en 1999. Gestiona actualmente un patrimonio de casi 350 millones de euros, habiendo realizado, desde su puesta en marcha treinta y cuatro inversiones por un importe total superior a 189 millones de euros y ha realizado hasta la fecha diecisiete desinversiones con un retorno para los partícipes de 2,80x veces el importe invertido y una TIR superior al 30%.

El Grupo Ahorro Corporación es un conjunto de empresas dedicadas a la prestación de servicios financieros y especializadas en la gestión de activos, intermediación de mercados organizados, análisis económico y asesoramiento financiero. Los accionistas del Grupo Ahorro Corporación son cuarenta y tres cajas de ahorros y la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA).



La estrategia diferenciadora que ha seguido AC Desarrollo está basada en un permanente contacto directo con el tejido empresarial de las diferentes comunidades autónomas donde está presente. Para ello, cuenta con oficinas operativas en Madrid, Sevilla, Valencia, Málaga y Valladolid, así como fondos nacionales y regionales específicos para invertir en las compañías ubicadas en sus áreas de influencia.

AC Desarrollo aporta a las compañías en las que participa sus recursos financieros, principalmente en forma de capital, así como la experiencia de su equipo profesional, con el fin de impulsar los planes de crecimiento de las empresas y crear valor para los accionistas. Adicionalmente, la vinculación de AC Desarrollo con el Grupo Ahorro Corporación y la estrecha relación de ambos con las cajas de ahorro es una combinación muy favorable para apoyar el desarrollo de las empresas participadas. El equipo de AC Desarrollo está compuesto por dieciocho profesionales con una valiosa experiencia profesional en sectores como el industrial, la alimentación, el financiero, la auditoría, la consultoría y la banca.

¿Qué aporta AC Desarrollo?

Es un socio que contribuye con recursos financieros y profesionales al crecimiento de las compañías en las que invierte, participando activamente en el diseño y ejecución de los planes de negocio a través de su presencia en el Consejo de Administración y en el resto de los órganos de gobierno de las compañías. La aportación de AC Desarrollo se puede materializar de muy diversas formas:

Desde el punto de vista de las empresas, AC Desarrollo puede contribuir decisivamente a lo siguiente:

- Financiar empresas en crecimiento.
- Resolver conflictos accionariales.
- Evitar problemas de sucesión en empresas familiares.

- Profesionalizar la gestión.
- Reorientar empresas con potencial de mejora.
- Desinvertir en negocios no estratégicos.
- Adquirir empresas por parte de equipos directivos.

¿Cuáles son los Criterios de Inversión?

AC Desarrollo tiene como objetivo identificar oportunidades de inversión que proporcionen una rentabilidad adecuada a los inversores de los fondos que gestiona. Aunque no existe un perfil completamente predeterminado de compañía susceptible de ser invertida, las principales características que se buscan en las compañías que se analizan son:

- Equipo directivo formado por profesionales cualificados, con amplia experiencia en el sector y altamente comprometidos con el proyecto. No es preciso que sean accionistas de la compañía, aunque, una vez formalizada la inversión, se suele considerar positiva su participación en el accionariado.
- Volumen de negocio significativo, posición competitiva y cuota de mercado relevante en su industria.
- Capacidad probada para generar resultados y situación financiera con un nivel de endeudamiento razonable.
- Plan de negocio realista con objetivos de crecimiento ambiciosos, de forma orgánica o mediante adquisiciones.
- Sectores: AC Desarrollo no tiene preferencias sectoriales, ya que no se considera que haya buenos y malos sectores, sino que en todos puede haber magníficos equipos directivos con planes de negocio atractivos. En general, se buscan sectores que destaquen frente a otros por su potencial de crecimiento, márgenes atractivos o existencia de oportunidades de consolidación.

- Tipo de operaciones: en función de las circunstancias particulares de cada empresa, AC Desarrollo considera distintos tipos de inversión, desde las operaciones de capital expansión, a los *buy out*, apalancados (LBO) o no, incluyendo también la coinversión con el equipo directivo (MBO/MBI), y los proyectos de *buy and build* (creación de un grupo vía adquisición de empresas).
- Horizonte temporal: el plazo medio de permanencia de AC Desarrollo en el capital de una compañía oscila entre los cuatro-seis años, aunque dicho plazo se puede prolongar si las circunstancias así lo aconsejan.
- Posición accionarial: AC Desarrollo busca tomar participaciones significativas, minoritarias o mayoritarias, que permitan influir activamente en la toma de las decisiones estratégicas de la compañía.

Reseña de Algunas de las Desinversiones Recientes

Operación de MBI. Se realizó una coinversión de AC Desarrollo (13,8%) con una caja de ahorros de Andalucía (7,3%) en el año 2001, permaneciendo el resto en manos del presidente de la compañía. En marzo de 2007 se procedió a la desinversión, multiplicando por cuatro la inversión realizada.

BJC



Fundada en 1928, se dedica a la fabricación y distribución de material eléctrico para uso doméstico e industrial, así como equipos de iluminación de exteriores y de domótica. BJC es una de las principales compañías en España en el segmento del pequeño material eléctrico doméstico, con una cuota de mercado del 16%.

AC Desarrollo adquirió una participación mayoritaria en BJC en diciembre de 2004, tras un complicado proceso que supuso la compra de las acciones a casi quinientos trabajadores, el acuerdo de un plan de prejubilaciones para parte de la plantilla y el diseño de un Plan Estratégico que consolidase su posición en el mercado español de pequeño material eléctrico.

AC Desarrollo impulsó el crecimiento y mejora de BJC mediante el lanzamiento de nuevos productos, la inversión en la automatización de las líneas de producción, la implantación de un nuevo sistema informático SAP y la construcción de un almacén semiautomatizado, entre otras acciones.

La evolución de BJC fue muy favorable, con un fuerte incremento en las ventas, así como en los resultados, pasando de una cifra de Ebitda de 5 millones de euros. en 2004, a 13 millones de euros en 2007. AC Desarrollo llevó a cabo también la reestructuración financiera del balance de BJC, así como de las sociedades filiales en México y Francia.

En junio de 2008, se cerró un proceso de venta con el asesoramiento de ACF Corporate Finance, que despertó un gran interés entre las empresas del sector. La venta se realizó finalmente a Siemens, que adquirió el 100% de BJC y AC Desarrollo obtuvo una alta rentabilidad con la desinversión, multiplicando por 4,4 veces la inversión realizada.

AC Desarrollo en la Comunitat Valenciana

AC Desarrollo tiene una presencia relevante en el sector del capital riesgo en la Comunitat Valenciana. Con oficina permanente desde el año 2006, hasta la fecha ha invertido en tres compañías ubicadas en la Comunitat:

Grupo Gero Residencias



En el año 2007, AC Desarrollo a través del fondo CPE, fondo regional de la Comunitat Valenciana, tomó una participación minoritaria mediante una ampliación de capital. El destino de esta ampliación fue financiar el plan de crecimiento de la compañía. Fundada en 1997, Gero Residencias tiene como actividad el desarrollo y la explotación de centros y servicios para personas mayores dependientes. Desde la entrada de AC Desarrollo en su accionariado, la compañía ha tenido un crecimiento anual en sus ingresos superior al 36%, pasando de

gestionar 815 plazas residenciales a 1.439 plazas residenciales, 535 de centro de día y 585 de atención domiciliaria.

ABC Arquitectura Modular

En el año 2008, AC Desarrollo a través del fondo CPE, tomó una participación minoritaria mediante ampliación de capital, como el fin de financiar el plan de expansión de la compañía. ABC se fundó en 1994 y se dedica a la fabricación y comercialización de construcciones modulares. Desde la entrada de AC Desarrollo, la compañía ha implementado sus principales inversiones en desarrollar una tecnología de la construcción modular compleja, línea de mayor valor añadido del sector del prefabricado modular. Hasta la fecha, ABC ha acometido diferentes obras para Administraciones públicas, como colegios, guarderías y centros sociales.

En el año 2009, AC Desarrollo, a través de fondos gestionados por Ahorro Corporación y mediante un LBO financiado por La Caixa y Caja Madrid, adquirió a N+I, la sociedad concesionaria del Lote 4 de ITV de la Comunitat. La compañía presta el servicio en seis estaciones fijas y dos móviles en las poblaciones de Gandia, Ondara, Ontinyent, Xàtiva, Alzira y Alcoy.

José Manuel de Bartolomé
Director de Ahorro de Corporación Desarrollo SGECR, S.A.
en la Comunitat Valenciana

Valcapital



Valcapital Gestión SGECR es la primera sociedad gestora de entidades de capital riesgo con sede en la Comunitat Valenciana, autorizada por la CNMV en 2003. Es una entidad totalmente independiente en su operativa y gestión, está participada por sus directivos y no está vinculada a ningún grupo empresarial o financiero.

El equipo directivo de Valcapital está formado por profesionales provenientes de la consultoría estratégica y del campo de las fusiones y adquisiciones –ambas dirigidas al capital riesgo–. Su principal objetivo es ofrecer a sus clientes oportunidades de inversión en proyectos

empresariales de la Comunitat Valenciana, para lo que Valcapital cuenta con el apoyo de un comité de inversiones: órgano asesor independiente formado por relevantes empresarios y profesionales de la Comunitat.

Valcapital promueve periódicamente Sociedades de Capital Riesgo (SCR), sociedades de inversión en las que participan inversores privados cualificados. Sus consejos de administración, formados por los propios accionistas, son los órganos facultados para autorizar la inversión de fondos en empresas, previa recomendación del comité de inversiones.

En 2004 Valcapital promovió la sociedad Valcapital Inversiones I, SCR con un capital en gestión de 5 millones de euros que, durante el período 2005-2007, se invirtió en cinco empresas de distintos sectores y en diferentes fases de desarrollo. Desde que se han alcanzado los objetivos previstos, actualmente el fondo está en fase de gestión y desinversión.

En el segundo semestre de 2009, Valcapital ha iniciado la promoción de su segundo vehículo de inversión: Valcapital Inversiones II, SCR, con el fin de alcanzar, en una primera fase, un capital en gestión de 3 millones para atender entre cinco y ocho oportunidades de inversión.

En este segundo fondo, Valcapital quiere dedicar sus esfuerzos de análisis, negociación y estructuración de operaciones en oportunidades de inversión que requieran apoyo financiero, estratégico y de gestión para poner en valor el crecimiento (capital expansión) o transformación de una empresa (capital reestructuración).

Los criterios de inversión generales consensuados con los accionistas de este fondo son:

- Aportaciones de capital o aval financiero entre 250.000 y 1 millón de euros por proyecto de inversión.
- Participación mínima del 25% y máxima del 80%, en posible coin-

versión con los actuales accionistas de la empresa, equipos directivos (interno o externo), inversores industriales, financieros o inversión directa de accionistas de la SCR.

- Empresas con sede o centro de gestión en la Comunitat Valenciana o Murcia.
- Equipo directivo, interno o externo, capacitado y comprometido en el accionariado de la sociedad y mediante incentivos alineados con el Plan de Negocio.
- Plan de Negocio a medio plazo exigente, consensuado entre equipo directivo y socios del proyecto.
- Sector: todos excepto inmobiliario y servicios financieros. Preferiblemente servicios o productos con valor añadido.

En concreto, para operaciones de capital expansión, Valcapital busca empresas de reciente creación con un modelo de negocio ya contrastado por el mercado y una facturación de entre 0,5 y 5 millones de euros, que quieran desarrollar un exigente plan de expansión que requiera apoyo financiero, estratégico y corporativo.

Respecto a las operaciones de capital reestructuración, Valcapital busca empresas maduras, consolidadas en su sector que, en ejercicios previos a la actual coyuntura, alcanzaron una facturación de entre 10

y 20 millones de euros. Empresas con problemas de sucesión o con modelos de negocio agotados que les obligue a una necesaria reestructuración estratégica para recuperar gran parte del valor que hayan podido perder.

En ambos casos, pero especialmente en el segundo, Valcapital se apoyará en equipos directivos profesionales (externos, internos o un mix de ambos), capacitados e implicados accionarialmente en el proyecto.

En este sentido, Valcapital ha cerrado recientemente la adquisición de La Mediterránea, empresa valenciana de referencia del sector del vidrio de mesa y decorativo con más de treinta y cinco años de historia. Con una facturación próxima a los 15 millones de euros y cerca de cuatrocientos trabajadores en 2001, La Mediterránea entró en concurso de acreedores en 2009.

Valcapital ha adquirido activos comerciales y productivos de la antigua cooperativa La Mediterránea Cooperativa Valenciana junto con el gestor externo, José Luis Pérez Herrero, ex director general de Lladró Porcelana. El objetivo es desarrollar el negocio a partir de la marca, ampliando la gama de productos y la base de clientes; combinando en esta nueva fase la producción interna y externa.

Arturo Llopis
Consejero Delegado de
Valcapital Gestión SGEGR

■ ANEXOS ■

ENTIDAD

AHORRO CORPORACIÓN DESARROLLO S.G.E.C.R., S.A.

DATOS GENERALES DE LA ENTIDAD

Año de inicio de actividad: 1999

Tipo de empresa: Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo

Accionistas mayoritarios: Ahorro Corporación (43 cajas de ahorro y CECA) y AFI (Analistas Financieros Internacionales)

Plantilla: 18

CARACTERÍSTICAS DE LAS INVERSIONES

Inversión mínima por proyecto (M€): 2

Inversión máxima por proyecto (M€): 25

Tipo de financiación: ampliaciones de capital, sustitución accionistas, mayorías, minorías

Fase de inv. preferente: expansión

Preferencias geográficas: fondos nacionales y regionales (Com. Valenciana, Andalucía y Castilla y León)

Preferencias sectoriales: ninguna

N.º de inversiones 2009: 2

N.º de empresas en cartera a 31/12/2009: 17

INVERSIONES REALIZADAS EN 2009

EMPRESA	ACTIVIDAD	% PARTICIPACIÓN	TIPO DE OPERACIÓN
ATEC	Inspección Técnica de Vehículos (ITV)	14,28%	LBO
ENDAKITECNOCAST	Fundición acero sector eólico	22,48%	Start-up

OTRAS COMPAÑÍAS PARTICIPADAS MÁS IMPORTANTES

EMPRESA	ACTIVIDAD	% PARTICIPACIÓN	TIPO DE OPERACIÓN
Gero Residencias	Servicios sociosanitarios	15,89%	Expansión
ABC Arquitectura Modular	Construcción modular	19,31%	Expansión
Axesor	Información corporativa <i>online</i>	30,00%	Secondary Buy-Out
Musgo	Tiendas de regalo y decoración	87,50%	Sustitución
Flight Training Europe	Escuela de pilotos	49,00%	Sustitución
Litalsa	Litografiado de envases metálicos	85,80%	LBO
Freigel	Alimentos precocinados congelados	76,60%	Expansión
Neocodex	Banco de ADN	45,00%	Start-up
Demas	Máquinas de <i>vending</i>	94,30%	Management Buy-Out
Omega Seguridad	Seguridad privada	35,00%	Sustitución
Williams&Humbert	Bodegas	25,00%	Sustitución

ENTIDAD

VALCAPITAL

DATOS GENERALES DE LA ENTIDAD

Año de inicio de actividad: 2004

Tipo de empresa: Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo

Accionistas mayoritarios: empresarios privados

Plantilla: 5

CARACTERÍSTICAS DE LAS INVERSIONES

Inversión mínima por proyecto (M€): 0,3

Preferencias geográficas: Comunitat Valenciana y Murcia

Inversión máxima por proyecto (M€): 3

Preferencias sectoriales: todos los sectores excepto inmobiliario y financiero

Tipo de financiación: fondos propios y préstamos participativos

N.º de inversiones 2009: 1

Fase de inv. preferente: capital expansión y capital reestructuración

N.º de empresas en cartera a 31/12/2009: 4

INVERSIONES REALIZADAS EN 2009

EMPRESA	ACTIVIDAD	% PARTICIPACIÓN	TIPO DE OPERACIÓN
La Mediterránea	Vidrio decorativo	70,00%	Reestructuración

OTRAS COMPAÑÍAS PARTICIPADAS MÁS IMPORTANTES

EMPRESA	ACTIVIDAD	% PARTICIPACIÓN	TIPO DE OPERACIÓN
Suavitas	Tratamientos estéticos	80,00%	Expansión
Domoelite	Domótica	70,00%	Arranque
Ecopirolisis	Tratamiento de residuos	53,00%	Arranque

Edita:

Proto  TIPO

c/ Arzobispo Melo, 3. Bajo 46005 Valencia
Tel. 902 881 899 Fax 963 730 062

Imprime:

Signo Gráfico

Depósito legal:

V-562-2010

El éxito de una empresa
es el de todas sus áreas

Estrategia y Organización
Recursos Humanos
I+D+i
Business Intelligence
Finanzas y Control de Gestión
Auditoría
Corporate Finance
Operaciones

www.altair-consultores.com

**Somos expertos en
consultoría de negocio global**

Partner de
LeanSis
consultores

Patrocinadores:

Blasco & Civera
ABOGADOS

Colaboradores:

 **ValCapital**
CAPITAL RIESGO

 **Ahorro
Corporación**

 **BANCA MARCH**
banqueros desde 1926