



FACULTAD DE DERECHO

# **LEVERAGED BUYOUTS Y OPERACIONES PUBLIC TO PRIVATE**

Autor: Enrique Artiaga Jordá

5º E-3A

Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Walter Martín Baumeister

Madrid  
Abril 2018

## **RESUMEN**

Las operaciones de adquisición apalancada (LBOs), son un método cada vez más frecuente para financiar empresas, consistente en la compra de una compañía con ayuda de una gran parte de deuda, que se amortizará con cargo a los recursos y flujos de caja de la sociedad Target. Estas operaciones son mayoritariamente realizadas por entidades de capital riesgo (ECR), que tienen como principal objetivo la obtención de participaciones societarias, para venderlas posteriormente y de ese modo obtener plusvalías considerables en un período corto de tiempo; aunque asimismo son realizadas por inversores industriales. A continuación, hablaremos de las operaciones *Public to Private* (P2P), cuyo mercado ha resurgido en los Estados Unidos, Reino Unido y en Europa occidental en la segunda mitad de los noventa, y que consisten en la compra apalancada de un Sociedad Target que cotiza en un mercado de valores, mediante la adquisición de participaciones significativas de empresas, que, una vez se ha concluido la adquisición, son excluidas del mercado. Se analizarán en profundidad las distintas fases por las que pasa la operación durante el proceso de compra, así como el por qué de la exclusión de cotización de las Sociedades Target, y cuáles son las diferentes vías para hacerlo. Más tarde, estudiaremos las tendencias internacionales de estas operaciones, y terminaremos analizando la primera operación *Public to Private* en España.

## **PALABRAS CLAVE**

Operación de adquisición apalancada, Capital Riesgo, Privatización, Entidad de Capital Riesgo, Sociedad Target, Financiación, Bolsa.

## **ABSTRACT**

Leveraged Buyouts (LBOs) are an increasingly common method of financing companies. They consist in the acquisition of a company with the aid of a large amount of debt, which will be repaid from the resources and cash flows of the Target Company. These operations are mainly carried out by Private Equity firms, whose main objective is to obtain shares, to sell them later and thereby obtain considerable capital gains in a short period of time; although LBOs are also carried out by industrial investors. Then we will talk about Public to Private (P2P) operations, whose market has resurfaced in the United States, the United Kingdom and Western Europe in the second half of the nineties, and which consist of the leveraged acquisition of a Target Company that is listed in a stock market, through the acquisition of significant shares of companies. Once the acquisition has been completed, the shares are excluded from the market. The different phases will be analyzed in depth during the purchasing process, as well as the reason for the exclusion of quotation from the Target Companies, and what are the different ways to do it. Finally, we will study the international trends of these operations, and we will finish by analyzing the first Public to Private operation in Spain.

## **KEY WORDS**

Leveraged Buyout, Private Equity, Public to Private, Private Equity Firm, Target Company, Leverage, Stock Market.

## ÍNDICE DEL TRABAJO

|   |    |
|---|----|
| <b>SECCIÓN I: INTRODUCCIÓN</b> .....                          | 6  |
| 1. INTRODUCCIÓN.....  | 6  |
| 1.1. Planteamiento.....                                       | 6  |
| 1.2. Motivaciones personales.....                             | 6  |
| 1.3. Objetivos.....   | 7  |
| 1.4. Metodología.....   | 8  |
| 1.5. Plan de trabajo.....                                     | 8  |
| 1.6. Antecedentes y evolución.....                            | 9  |
| <br>  |    |
| <b>SECCIÓN II: MARCO TEÓRICO DE LOS LBOS</b> .....            | 13 |
| 2. PARTES INTERVINIENTES.....                                 | 13 |
| 3. TIPOS DE LBOS.....   | 14 |
| 4. FASES EN UNA OPERACIÓN LBO.....                            | 15 |
| 5. PROCEDIMIENTOS DE ADQUISICIÓN.....                         | 18 |
| 5.1. Procedimiento <i>one-to-one</i> .....                    | 18 |
| 5.2. Procedimiento de subasta privada.....                    | 20 |
| 6. ASPECTOS FINANCIEROS.....                                  | 21 |
| 6.1. Valoración de la Sociedad Target.....                    | 22 |
| 6.2. Apalancamiento financiero.....                           | 23 |
| 6.3. Financiación.....  | 24 |
| <br>  |    |
| <b>SECCIÓN III: OPERACIONES PUBLIC TO PRIVATE (P2P)</b> ..... | 27 |
| 7. CONCEPTO.....  | 27 |
| 8. FASES DEL PROCESO DE COMPRA.....                           | 29 |
| 9. JUSTIFICACIÓN DE LA EXCLUSIÓN DE COTIZACIÓN.....           | 31 |
| 10. VÍAS PARA LA EXCLUSIÓN DE COTIZACIÓN.....                 | 36 |
| 11. TENDENCIAS INTERNACIONALES.....                           | 40 |
| 12. PRIMERA OPERACIÓN P2P EN ESPAÑA: PARQUES REUNIDOS.....    | 43 |
| <br>  |    |
| <b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....                                     | 46 |
| <b>ANEXO 1</b> .....  | 50 |

## **LISTADO DE ABREVIATURAS**

**LBO** : LEVERAGED BUYOUT

**P2P** : PUBLIC TO PRIVATE

**MBO** : MANAGEMENT BUYOUT

**MBI** : MANAGEMENT BUY-IN

**ECR** : ENTIDAD CAPITAL RIESGO

**EVCA**: EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION

## SECCIÓN I: INTRODUCCIÓN

### 1.INTRODUCCIÓN

#### 1.1PLANTEAMIENTO

El presente trabajo busca presentar y analizar las operaciones de adquisición apalancada (LBOs), método cada vez más común para financiar empresas, consistente en la compra de una empresa (en adelante, la “Sociedad Target”) con ayuda de una gran parte de deuda, que se amortizará con cargo a los recursos y flujos de caja de la sociedad Target. Para su correcta comprensión, estudiaremos la función que desempeña en la actualidad, así como las distintas tipologías, y sus características, centrándonos especialmente en el aspecto financiero de la operación. Estas operaciones son mayoritariamente realizadas por entidades de capital riesgo (ECR), que tienen como principal objetivo la obtención de participaciones societarias, para venderlas posteriormente y de ese modo obtener plusvalías considerables en un período corto de tiempo; aunque asimismo son realizadas por inversores industriales. Más adelante, nos centraremos en las operaciones *Public to Private* (P2P), cuyo mercado ha resurgido en los Estados Unidos, Reino Unido y en Europa occidental en la segunda mitad de los noventa, y que consisten en la compra apalancada de un Sociedad Target que cotiza en un mercado de valores, mediante la adquisición de participaciones significativas de empresas, que, una vez se ha concluido la adquisición, son excluidas del mercado.

#### 1.2. MOTIVACIONES PERSONALES

Son varios los motivos que me han llevado a abordar este trabajo de investigación sobre las operaciones de adquisición apalancada:

En primer lugar, porque siempre me han atraído las empresas y la función que realizan actualmente en la sociedad. Considero que la gestión de las mismas no se valora suficientemente, y que se critica en exceso la figura del empresario y del gestor. En la mayoría de los LBOs, se consigue mejorar considerablemente la gestión de las empresas, aumentando la eficiencia de las mismas, y consecuentemente, su valor. De la misma manera, el capital riesgo es cada vez más importante para la financiación de las

empresas y para las economías en general, dado que apoya mediante aportaciones a empresas que se encuentren en fases iniciales con amplio potencial de crecimiento, pero también a empresas ya consolidadas necesitadas de una profunda reestructuración.

En segundo lugar, me parecen operaciones muy atractivas porque pese a conllevar un alto riesgo, pueden permitir obtener rentabilidades muy altas, superiores a las del mercado bursátil, en un tiempo muy corto.

De la misma manera, dado que poseía pocos conocimientos del *Private Equity* en general, y de las operaciones de adquisición apalancada en concreto, he afrontado el trabajo de investigación como una oportunidad para profundizar en el tema y ampliar conocimientos.

Por último, al comenzar el estudio de los LBOs, me llamó especialmente la atención la figura de las operaciones *Public to Private*, dado que desconocía su existencia y me pareció interesante la posibilidad de estudiarla más a fondo.

### **1.3. OBJETIVOS**

El presente trabajo busca profundizar en las operaciones *leveraged buyouts (LBOs)* en general, y a continuación centrarnos en un apartado más concreto de las mismas: las transacciones *Public to Private (P2P)*.

De la misma manera, trataremos de:

- Identificar los aspectos fundamentales de las operaciones, así como la tipología, sus fases, las partes intervinientes, la evolución y las tendencias actuales.
- Conocer los tipos de procedimientos posibles para realizar un LBO, así como los diferentes métodos utilizados para la valoración de las compañías objetivo.
- Analizar las distintas fuentes de financiación de la operación.
- Profundizar en las operaciones *Public to Private*, analizando las distintas fases por las que pasa la operación, las motivaciones para excluir de cotización a una compañía, así como cuáles han sido las tendencias de este tipo de operaciones en

las últimas décadas.

- Obtener una mejor comprensión de las operaciones P2P mediante un caso real ocurrido en España.

#### **1.4. METODOLOGÍA**

Para alcanzar los objetivos propuestos, la metodología que se utilizará consistirá en una revisión bibliográfica para obtener una visión completa de la teoría general de las operaciones de adquisición apalancada, así como para conocer en qué consisten las mismas y sus principales características.

Las herramientas que utilizaremos para la realización del estudio serán libros, revistas, manuales, artículos y publicaciones especializadas en las operaciones de adquisición apalancada y en las transacciones *Public to Private*. Sobre los LBOs existe mucha literatura, por lo que será importante escoger bien las fuentes. En cuanto a las operaciones *Public to Private*, al tratarse de un tema más concreto y al no haberse producido tantas operaciones, será más complicado obtener información fiable y de utilidad para el trabajo. Serán por tanto los artículos especializados de países anglosajones las fuentes más importantes.

#### **1.5. PLAN DE TRABAJO**

Como hemos comentado anteriormente, el trabajo tendrá como base el marco teórico de las operaciones *Leveraged buyouts* (Sección II), donde profundizaremos en sus aspectos más relevantes. Comenzaremos definiendo las partes intervinientes en la operación, para pasar a continuación a tratar las distintas tipologías de LBOs, dado que puede asumir diferentes variantes. Analizaremos después los distintos procedimientos existentes a la hora de adquirir una sociedad. Para terminar esta sección, hablaremos de los distintos aspectos financieros de estas operaciones. Comenzaremos analizando los distintos métodos de valoración de la Sociedad Target. En segundo lugar, estudiaremos el apalancamiento financiero, base sobre la giran estas operaciones. Finalmente, estudiaremos la financiación en las operaciones LBO.

La sección III tratará de un tipo concreto de LBO: las operaciones *Public to Private*



(P2P). Estas operaciones consisten en la compra apalancada de un Sociedad Target que cotiza en un mercado de valores, mediante la adquisición de participaciones significativas de empresas, que, una vez se ha concluido la adquisición, son excluidas del mercado. A continuación, analizaremos en profundidad las distintas fases por las que pasa la operación durante el proceso de compra, así como el por qué de la exclusión de cotización de las Sociedades Target, y cuáles son las diferentes vías para hacerlo. Más tarde, estudiaremos las tendencias internacionales de estas operaciones, y terminaremos analizando la primera operación *Public to Private* en España.

## **1.6. ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN**

El capital riesgo puede definirse, con carácter general, como una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que tienen dificultad para acceder a otras fuentes de financiación, como el mercado de valores o el crédito bancario.

Según Cruz Manzano<sup>1</sup>, el negocio de capital riesgo y su evolución en los últimos años han estado fuertemente asociados al auge de las operaciones denominadas *Leveraged Buyouts*. La actividad asociada a este negocio se denomina *Private Equity*, que, en general, se define por la industria como inversión en títulos a través de un proceso negociado, incluyendo tanto operaciones de *Venture Capital* como *Leveraged Buyout*. Sin embargo, en ocasiones, se restringe el concepto de *Private Equity* a las operaciones de LBO.

Dentro de la industria del capital riesgo, existen dos operaciones típicas:

- Las operaciones de *Venture Capital*, consistentes en financiar nuevos proyectos empresariales con amplio potencial de crecimiento, y con un riesgo elevado. Es un tipo de financiación destinado a empresas *start-up* en fases iniciales, que ya demuestran o esperan obtener unas altas tasas de crecimiento. Los fondos

---

<sup>1</sup> CRUZ MANZANO, M. “La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera” *Rev. Estabilidad Financiera*, nº 13, 2007, Banco de España.

de *Venture Capital* invierten en estas empresas a cambio de participaciones en la compañía. En términos generales los fondos se destinan a compañías con un alto componente tecnológico o un modelo de negocio innovador y original, en sectores en los que se espera un crecimiento superior a la media de la economía en su conjunto.

- Las adquisiciones apalancadas, en las que un comprador adquiere una sociedad target o una participación mayoritaria de la misma, utilizando para ello una gran parte de financiación ajena. Como garantía, se usan los flujos y activos de las empresa target.

Podemos afirmar entonces, que el capital riesgo consiste en inversiones por un tiempo limitado en empresas, con el objetivo de potenciarlas y añadir valor, para en un tiempo posterior, normalmente no superior a 7 años, proceder a su desinversión, obteniendo de esta manera unas plusvalías.

Las Entidades de Capital Riesgo, (en adelante, “ECR”) captan inversores, en su mayoría institucionales, para constituir fondos mediante los cuales proceder a realizar inversiones temporales en el capital de empresas maduras con alto potencial de crecimiento. Los fondos suelen tener una duración fija de entre diez y trece años. La idea es que las firmas de *Private Equity* utilicen los primeros cinco años para invertir el capital captado, y los siguientes cinco a ocho años para gestionar las compañías adquiridas y salir de las inversiones, devolviendo a los inversores del fondo el capital aportado inicialmente junto con la rentabilidad obtenida<sup>2</sup>.

Atendiendo a la normativa española, la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 11 de noviembre de 2014) define en su artículo 3 las entidades de capital riesgo como aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado “que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin

---

<sup>2</sup> KAPLAN, S.N, & STROMBERG. “Leveraged Buyouts and Private Equity”. *Journal of Economic perspectives*, nº23, 2009, p.121-146.

mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores y cuyo objeto principal viene definido en el artículo 9 de esta Ley”.

El apartado 1 del artículo 9 sostiene que el objetivo principal de las ECR “consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera 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 Económicos.”

Pese a afirmar el apartado 1 de este artículo que las empresas no deben cotizar, el apartado 2 añade una excepción:

“No obstante lo anterior, también podrán extender su objeto principal a:

b) La toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que 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 Económicos, siempre y cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación”.

Es por ello que existen las operaciones *Public to Private*, parte principal del presente trabajo, en las que se adquieren compañías cotizadas en el momento de la compra, para posteriormente excluir la misma de cotización.

En cuanto a la evolución del capital riesgo, podemos distinguir tres etapas fundamentalmente, siguiendo la estructura propuesta por Serrano<sup>3</sup>:

El origen y desarrollo del capital riesgo tuvieron lugar, desde 1946 hasta 1981, en

---

<sup>3</sup> SERRANO ACITORES, A., *Leveraged buyouts: El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Monografía núm. 40. Revista de Derecho de Sociedades, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, 2013.

Estados Unidos, donde las dos industrias del capital riesgo experimentaron su crecimiento a lo largo de caminos paralelos e interrelacionados, y revolucionaron la forma de inversión hasta entonces conocida. Este período se caracteriza porque los diferentes activos son previamente tratados mediante acuerdos privados que no están sometidos a la regulación de las instituciones públicas, y por la existencia de organizaciones societarias muy rudimentarias.

A continuación, se sucedieron tres ciclos sucesivos entre 1982 y 2007.

En el primero de ellos (1982-1992), se produjo un gran crecimiento de la actividad de adquisiciones apalancadas financiada principalmente por bonos basura, que terminó con la enorme compra de RJR Nabisco por KKR por 25.000 millones de dólares, siendo la mayor adquisición hostil de esta década. Desde entonces, no ha dejado de crecer el número de operaciones de adquisición apalancada<sup>4</sup>. La primera ola de operaciones LBO sucedió en los Estados Unidos, Canadá y en menor medida en el Reino Unido. Estos tres países representaban por aquel entonces un 89% de las transacciones.

El segundo ciclo (1992-2003) comenzó tras la crisis de las sociedades de ahorros y los préstamos, la caída del mercado inmobiliario y la recesión de los primeros años 90, y terminando con la gigantesca burbuja de las punto-com en el 2000. En cuanto al mercado Europeo, las operaciones de LBO se desarrollan algo más tarde que en los países anglosajones. Sin embargo, ya en el periodo comprendido entre 2000-2004 Europa albergaba el 48,9% del total del valor de las transacciones LBO del mundo.

En el tercer ciclo (2003-2007), las adquisiciones apalancadas alcanzaron un tamaño sin precedentes y la institucionalización de las firmas de *Private Equity* quedó ejemplificada por la salida a bolsa de *The Blackstone Group* en 2007. Asimismo, las *secondary buyouts* aumentaron de manera rápida tanto en número como en volumen. En estas operaciones intervienen dos ECR, comprando una de ellas a la otra su participación en una compañía.

---

<sup>4</sup> KAPLAN, S.N, & STROMBERG. “Leveraged Buyouts and Private Equity”. *Journal of Economic perspectives*, nº23, 2009, p.121-146.

Finalmente, nos encontramos actualmente en lo que algunos han calificado como la industria post-moderna del capital riesgo. Este último período ha venido marcado por la crisis financiera iniciada en 2008, que se trasladó a los mercados de la financiación apalancada, produciéndose un claro cambio de tendencia del sector (en este sentido, 2009 se considera el año más duro), en el que se redujo notablemente el número de adquisiciones apalancadas, hasta el año 2013, cuando ya se puede afirmar que la crisis en este sector había terminado, y se disfrutaba de unas mejores condiciones económicas.

En lo que respecta a España, el sector ha cobrado una importancia notable en las últimas décadas. El desarrollo sostenido observado en la industria del capital riesgo nos permite apostar claramente porque seguirá jugando un papel relevante en el futuro de la economía española<sup>5</sup>.

## **SECCIÓN II: MARCO TEÓRICO DE LOS LBOS**

### **2. PARTES INTERVINIENTES**

En este apartado vamos a considerar los sujetos que intervienen en este tipo de operaciones. Como hemos señalado anteriormente, este tipo de operaciones son frecuentemente protagonizadas por inversores financieros, en particular por ECR (que obtienen fondos de una variedad de fuentes, incluidos fondos de pensiones, bancos, compañías de seguros, personas físicas y agencias gubernamentales), aunque no necesariamente, pudiendo ser operaciones promovidas por inversores industriales.

- *Newco*: Sociedad, normalmente de nueva creación utilizada como vehículo de inversión. Término genérico con el que se suele designar a la sociedad vehículo de nueva constitución *ad hoc* por los inversores para llevar a cabo un LBO. Cuando haya adquirido la Sociedad Target, ambas se fusionan modificando por completo la estructura de capital de la empresa.

---

<sup>5</sup> GARCÍA FERRER, F., “Fases de desarrollo de un proyecto de private equity”, *Estrategia Financiera*, nº244, 2007, p.59-63.

- Sociedad Target: Compañía cuyas participaciones se desean adquirir mediante la adquisición apalancada. Asume los costes producidos por la compra. Los accionistas de la sociedad reciben dinero como contraprestación por las participaciones, recibiendo una prima adicional.
- Los compradores: Socios financieros que constituyen la *Newco* para adquirir la Sociedad Target. Realizan el aporte mínimo de capital para la adquisición y promueven la operación. Las ECR crean fondos de *Private Equity*, aunque las operaciones pueden ser también promovidas por inversores industriales.
- Los vendedores: Propietarios de la empresa antes de producirse la operación.
- Los patrocinadores financieros: Proveen a *Newco* de los fondos necesarios para la adquisición de la Sociedad Target.

Pueden existir adquisición de empresas sin financiación ajena, pero en cambio, no hay operación de adquisición apalancada sin gran parte de financiación ajena. Suelen actuar en las operaciones varias de entidades financieras, dado que ninguna está dispuesta a soportar todo el riesgo por separado. Por ello, la financiación de la deuda para la adquisición de la Sociedad Target suele ser sindicada.

Estas operaciones tienen la ventaja de no exigir un fuerte desembolso inicial, de esta forma la sociedad o ECR adquirente no necesita destinar un volumen importante de sus recursos para hacerse con las acciones o participaciones de una sociedad que le interese<sup>6</sup>.

### **3. TIPOS DE LBOS**

Existen varios tipos de operaciones de adquisición apalancada en función de los sujetos adquirentes:

- *Management Buyout* (MBO): La adquisición de la sociedad Target se realiza por el equipo directivo de la empresa.
- *Management Buy-in* (MBI): La adquisición apalancada de la Sociedad Target la

---

<sup>6</sup> ESPEJO-SAAVEDRA, J. Y ORTEGA, F. “Claves sobre la compra apalancada y la prohibición de la asistencia financiera”. *Estrategia de Financiación*, 232, 2006, p.21-24.

realizan directivos no pertenecientes a la empresa.

- *Buy in Management buyout* (BIMBO)<sup>7</sup>: Los protagonistas de la adquisición son tanto directivos de la Sociedad Target como directivos externos.
- *Leveraged Employee buyout* (LEBO): La adquisición se realiza por los propios empleados que desean comprar la empresa.
- *Institutional buyout* (IBO): Un grupo compuesto por inversores institucionales participa de forma mayoritaria en la adquisición.
- *Secondary buyout* (SBO)<sup>8</sup>: Un fondo de *Private Equity* compra a otro fondo de *Private Equity* su participación en una sociedad previamente adquirida por este.
- *Leveraged take-over bids / Public to Private* (P2P): Operaciones de adquisición apalancada sobre sociedades cotizadas. Tras haberse realizado la adquisición, se excluye a la Sociedad Target de cotización. Las analizaremos con más detalle más adelante.

#### **4. FASES EN UNA OPERACIÓN LBO**

En este apartado se presentarán las diferentes fases por las que se pasa en una operación LBO llevada a cabo por una ECR. Para ello, nos basaremos en los estudios anteriormente realizados por Kaplan y Stromberg<sup>9</sup>; por Mascareñas<sup>10</sup> y por García Ferrer<sup>11</sup>.

Las fases son las siguientes:

---

<sup>7</sup> Según la Revista Española de Capital Riesgo, un Buy-in management Buy-out (BIMBO) es una operación consistente en la adquisición de un negocio en la que un equipo gestor externo se instala en la empresa objeto de adquisición junto con el equipo gestor existente, participando ambos equipos en el capital del vehículo de adquisición de la propia empresa objetivo.

<sup>8</sup> La Revista Española de Capital Riesgo define las Secondary Buy-out (SBO) o adquisiciones apalancadas secundarias como las operaciones en las que un fondo de capital riesgo compra a otro fondo de capital riesgo su participación en una empresa previamente adquirida por éste.

<sup>9</sup> KAPLAN, S.N, & STROMBERG. “Leveraged Buyouts and Private Equity”. *Journal of Economic perspectives*, nº23, 2009, p.121-146.

<sup>10</sup> MASCAREÑAS, J., *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*, Editorial del Economista, Madrid, 2011.

<sup>11</sup> GARCÍA FERRER, F., “Fases de desarrollo de un proyecto de private equity”, *Estrategia Financiera*, nº244, 2007, p.59-63.

- 1. La captación de fondos o *fundraising*:** Las operaciones LBO comienzan con la captación de fondos de inversores. La procedencia de estos fondos corresponde en general de inversores que buscan diversificar sus carteras, con el objetivo de maximizar sus rentabilidades. En Europa, y de acuerdo con los datos publicados por la *EVCA*, en 2006, los fondos procedieron en un 27,1% de fondos de pensiones, en un 18,2% de fondos de fondos, en un 14,4% de entidades bancarias y en un 8,7% de agencias gubernamentales. El proceso de *fundraising* comienza con un análisis de los potenciales inversores. Es un proceso que necesariamente implica un profundo estudio de las distintas características de los inversores.
  
- 2. Identificación del candidato perfecto:** Una operación LBO estándar comienza con la identificación de aquellas empresas que cumplan con todos los requisitos necesarios para ser candidatas idóneas para ser adquiridas por un fondo de *Private Equity*. Según Juan Mascareñas<sup>12</sup>, podemos identificar los siguientes:
  - Flujos estables y consistentes para atender la devolución de la deuda (pago de intereses y de la amortización financiera).
  - Tener un nivel de endeudamiento bajo para poder acceder a un endeudamiento bancario elevado.
  - Empresa estabilizada o de crecimiento moderado que permita devolver la deuda sin necesidad de tener que destinar recursos al crecimiento.
  - Posibilidad de reducir costes sin perjudicar el posicionamiento de los productos / servicios que ofrece la sociedad adquirida, y de mejorar la eficiencia (reducción número de empleados o de los costes administrativos, eliminación de servicios redundantes y establecimiento de mejores controles sobre los costes operativos).
  - Equipo directivo estable y experimentado para dirigir empresas con alto grado de endeudamiento y riesgo financiero.
  - Posibilidad de vender activos que permita proporcionar liquidez para atender el servicio de la deuda; o posibilidad de *retroleasing* o *leaseback*.

---

<sup>12</sup> MASCAREÑAS, J., *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*, Editorial del Economista, Madrid, 2011.



En la práctica, queda patente que no es siempre necesario que las compañías adquiridas cumplan absolutamente todos los requisitos previamente mencionados.

- 3. Estrategia de entrada:** A continuación, se procederá a la adquisición de la empresa objetivo escogida finalmente. Esta fase dependerá de manera notable del tipo de comprador y de vendedor. Como comentamos anteriormente, la adquisición se caracterizará por un alto componente de deuda. Asimismo, en esta fase se deberá definir la estructura de capital, es decir, qué parte del precio de la compra va a estar formado por fondos propios, y qué parte por deuda. Como hemos comentado ya, las operaciones LBO se caracterizan en utilizar gran cantidad de deuda, aunque el nivel de apalancamiento dependerá de los activos de la Sociedad Target y de los flujos que esta genere.
- 4. Gestión de la compañía:** En esta fase, la ECR buscará implementar el plan de negocio fijado previamente, en la que se buscará que la empresa crezca y mejore la eficiencia. Algunas medidas más concretas que la ECR tratará de implementar serán el aumento de las ventas, la alineación de los intereses de los directivos con el equipo de la ECR y la reducción de los costes.
- 5. Estrategia de salida:** Con la desinversión termina la operación, que en caso de que se haya materializado la expectativa inicial estimada, habrá sido exitosa. Una vez ha pasado un tiempo determinado (suele rondar los 6 años), y tras haber cumplido los objetivos previstos en un primer momento, el fondo procederá a la desinversión. En función del desarrollo de la misma, la rentabilidad final del proyecto será una u otra, por lo que es una fase realmente importante. Durante la fase de gestión, se puede estar convencido de que el valor de la compañía ha aumentado, pero hasta el momento de la venta, no se puede saber si se han cumplido los objetivos de rentabilidad. Las diferentes opciones son: o bien vender la compañía a un comprador no financiero; o venderla a otra ECR (*Secondary buyout*); o bien sacar la compañía a bolsa.

## **5. PROCEDIMIENTOS DE ADQUISICIÓN**

Dentro de los LBOs, tenemos dos tipos de procedimientos bastante estandarizados, que pasamos a explicar a continuación con detalle. Son el procedimiento *one-to-one* y la subasta privada.

### **5.1. PROCEDIMIENTO ONE-TO-ONE**

Según Serrano<sup>13</sup>, este procedimiento consiste en que la parte compradora y la vendedora negocian de manera directa (y, generalmente, en condiciones de exclusividad para el comprador) la compra de la Sociedad Target. Este procedimiento se desarrolla habitualmente en la siguientes fases:

1. Carta de Intenciones<sup>14</sup>: En caso de que las negociaciones preliminares entre comprador y vendedor culminaran con éxito, lo más habitual es proceder a la firma de una carta de intenciones (también conocida como *letter of intent*).

Esta carta se encarga de fijar los aspectos esenciales del LBO y se caracteriza por no tener normalmente fuerza vinculante (aunque pueden redactarse con distinto grado de compromiso) su contenido, salvo los pactos de exclusividad y confidencialidad así como la cláusula de gastos.

Con el pacto de exclusividad los vendedores de la Sociedad Target se obligan a no negociar con otros potenciales compradores durante un periodo determinado que permita llevar a cabo la negociación del LBO, así como conseguir una financiación adecuada.

En cuanto al pacto de confidencialidad, los compradores y la *Newco* se

---

<sup>13</sup> SERRANO ACITORES, A., Leveraged buyouts: *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Monografía núm. 40. Revista de Derecho de Sociedades, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, 2013, p. 189.

<sup>14</sup> Según la Revista Española de Capital Riesgo una carta de intenciones es aquella carta (habitualmente no vinculante) donde se recogen los términos y condiciones esenciales de la futura transacción, y cuya firma da lugar a la apertura del periodo de due diligence.

comprometen a no revelar la información de la Sociedad Target a la que tienen acceso durante el periodo de negociación del LBO.

## 2. Due Diligence

Las *due diligence*<sup>15</sup> es un estudio o investigación, en el que se lleva a cabo una especie de auditoría sobre la Sociedad Target por parte del potencial comprador. En ella, el equipo de la parte compradora suele comenzar con una primera ronda de investigación de una duración de 2 a 3 semanas, seguido de una declaración de interés no vinculante. Posteriormente, se realiza otra ronda de investigación mucho más profunda de entre 2 a 6 meses<sup>16</sup>.

Resumiendo, la *due diligence* es un proceso de búsqueda de información (el negocio en sí, el historial financiero, la dinámica de la industria, la competencia, barreras de entrada, escalabilidad, activos, oportunidades de crecimiento, equipo directivo) llevado a cabo por la parte compradora, tan pronto como sea posible, una vez iniciadas las negociaciones, para evaluar los riesgos de la compañía que se desea adquirir y su situación económica financiera.

A continuación, la parte compradora establecerá reuniones con el equipo directivo, con los proveedores, clientes o expertos, según corresponda en cada caso, dado que no hay que olvidar que cada *due diligence* variará en función de las características del destinatario, así como de la Sociedad Target.

Conviene mencionar que son los abogados de la parte compradora los encargados de la ejecución material de la *due diligence*, teniendo como misión proporcionar, a partir de la información recibida, una herramienta

---

<sup>15</sup> La Revista Española de Capital Riesgo define las Due Diligence como el Procedimiento de revisión y análisis (financiero, legal, laboral, etc.) de una empresa Target realizado con carácter previo al cierre de la operación.

<sup>16</sup> Página Web de Axial (disponible en <https://www.axial.net/forum/inside-lbo-deal-process-part-i/> ;Última consulta el 28/03/2018.

ajustada a las necesidades de la parte compradora.

3. Firma de la documentación contractual de compraventa y cierre de la operación

Una vez se ha realizado de manera completa un informe explicativo de la situación de la Sociedad Target, el comprador decidirá si sigue adelante con la operación o no, y fijará las garantías que estime oportunas.

Finalmente, la operación concluiría con la firma de la oportuna documentación contractual de compraventa.

## **5.2. PROCEDIMIENTO DE SUBASTA PRIVADA**

El procedimiento de subasta privada es aquel en virtud del cual los vendedores ponen a la venta la Sociedad Target a través de un procedimiento organizado por el cual invitan a potenciales compradores a presentar sus ofertas con el objeto de estimular la competencia entre los mismos para lograr las mejores condiciones de venta posibles<sup>17</sup>.

A continuación se elaborará un cuaderno de venta descriptivo de la Sociedad Target y de la operación. En él se reflejan los ejes sobre los que gira el negocio de la Sociedad Target así como las variables económicas más significativas de la misma, y tiene por objeto permitir a los potenciales compradores hacerse una primera idea del funcionamiento de la compañía.

Una vez elaborado el cuaderno de venta, se remitirá a un número de potenciales inversores susceptibles de estar interesados en la operación, invitándoles a presentar, en su caso, una oferta no vinculante en un plazo determinado.

A partir de la presentación por los posibles inversores de sus ofertas no vinculantes, los

---

<sup>17</sup> SERRANO ACITORES, A., Leveraged buyouts: *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Monografía núm. 40. Revista de Derecho de Sociedades, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, 2013, p. 203.

socios de la Sociedad Target, junto con la compañía, valorarían las mismas, a fin de seleccionar un número reducido de inversores a quienes se daría acceso a la siguiente fase del proceso.

Aquellos inversores que hubieran resultado seleccionados para acceder a la siguiente fase del proceso, tendrán la posibilidad de realizar un análisis confirmatorio de las auditorías de carácter legal, fiscal, financiero y posiblemente de mercado, facilitadas por la Sociedad Target. Para ello, los inversores tendrán acceso a un *data room* (entendido como un punto de información en el que se comparten datos logísticos y estadísticas de la empresa concreta) habilitado al efecto y a determinadas sesiones de preguntas y respuestas (*Q&A sessions*), así como la posibilidad de asistir a presentaciones realizadas por miembros del equipo de gestión de la Sociedad Target respecto de aspectos clave financieros, operativos y de gestión.

Finalizadas tanto la auditoría confirmatoria como las presentaciones del equipo gestor, los inversores podrán presentar, en su caso, una oferta con carácter vinculante, acompañada de una propuesta de contrato de compraventa elaborada a partir de un borrador inicial proporcionado al efecto por los socios de la Sociedad Target.

Una vez presentadas las correspondientes ofertas vinculantes, los socios de la Sociedad Target junto con la propia compañía procederán a identificar una o más ofertas para iniciar con el o los respectivos inversores una ronda de negociaciones que, en su caso, concluiría con la firma de la oportuna documentación contractual de compraventa y el cierre de la operación.

En la actualidad los procesos de subasta se han impuesto a los procedimientos *one to one*, en tanto en cuanto que la elevada actividad de *M&A* ha favorecido las posiciones vendedoras frente a las compradoras<sup>18</sup>.

## **6. ASPECTOS FINANCIEROS**

Cuando los compradores se plantean si ejecutar finalmente la operación de adquisición

---

<sup>18</sup> GARCÍA FERRER, F., “Fases de desarrollo de un proyecto de private equity”, *Estrategia Financiera*, nº244, 2007, p.59-63.

apalancada, y comprar la Sociedad Target, deberán tener en cuenta diversas cuestiones como son la valoración de la Sociedad Target, el apalancamiento financiero idóneo para la operación concreta y el EBITDA de la Sociedad Target.

## **6.1. VALORACIÓN DE LA SOCIEDAD TARGET**

Es necesario conocer el valor intrínseco de la compañía para establecer la decisión de inversión. Este valor intrínseco se mide a través de la capacidad de la compañía de generar dinero para los accionistas.

En los LBOs, se han utilizado diferentes métodos por los analistas para valorar la Sociedad Target:

- Método de múltiplos: Para su correcta utilización, es necesario que las operaciones sean comparables, sobre todo en lo referente a los ingresos. Si bien este método aporta un valor aproximado que puede servir como referencia, no realiza un análisis absoluto, al no tener en cuenta los flujos de caja de la empresa. Muchos analistas suelen valorar los LBOs mediante este método de múltiplos comparables con respecto a los ingresos, flujos de caja, históricos de la empresa. Sin embargo, aunque los múltiplos pueden servir como útiles referencias, difícilmente incorporan las características de los flujos de caja generados por el activo operativo de la empresa, que son los que proporcionan su verdadero valor<sup>19</sup>.
- Método de descuento de flujos de caja (DCF)<sup>20</sup>: Como solución al problema del método anterior: se analiza la estructura del LBO y su capacidad para afrontar la deuda implícita en la operación. El uso del coste del capital medio ponderado como tasa de descuento de los flujos de caja libres futuros estimados es bastante dudoso, dado que la estructura de capital del LBO cambia continuamente a lo

---

<sup>19</sup> MASCAREÑAS, J., *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*, Editorial del Economista, Madrid, 2011, p. 246.

<sup>20</sup> La Revista Española de Capital Riesgo define el Descuento de flujo de caja como el Método de valoración de empresas de aceptación general, en virtud del cual el Enterprise Value es igual al valor actual de los flujos de caja libre futuros, descontados a una Discount Rate, generalmente igual al Weighted Average Cost of Capital.

largo de su vida.

- Método del valor actual ajustado (VAA): Se basa en el descuento de flujos de caja, es decir, parte del cálculo de la capacidad de general dinero de la empresa. Utilizando el flujo de caja libre se conocerán los recursos financieros que se pueden repartir entre los accionistas y los acreedores. Una vez se tiene el flujo de caja libre, se obtiene el flujo de caja libre de deuda restando la devolución de la deuda de cada uno de los años. Si éste es positivo, significa que la empresa puede soportar la estructura financiera planteada. Por tanto, el método del valor actual ajustado obtiene el valor de la Sociedad Target sumando el valor de la empresa sin deuda y del valor de la desgravación fiscal.

## **6.2. APALANCAMIENTO FINANCIERO**

El apalancamiento financiero consiste en utilizar deuda, generalmente bajo forma de endeudamiento bancario (también caben las emisiones de bonos) para aumentar la cantidad de dinero disponible para destinar a una inversión. Es decir, en lugar de realizar una operación únicamente con fondos propios, se hará con fondos propios y recursos ajenos.

Como dice Cruz Manzano<sup>21</sup>, el apalancamiento de las LBOs se instrumenta mediante el endeudamiento directo de la parte adquirente o a través, en un primer momento, de los fondos de capital riesgo que se encargan de gestionar y organizar la operación, sobre todo en el caso de sociedades no cotizadas, asumiendo, al final, la empresa adquirida todo el endeudamiento.

La principal ventaja es que se puede multiplicar la rentabilidad que experimentan los fondos propios a medida que se utilice más deuda. Pero hay que tener en cuenta que la deuda tiene un coste financiero, los intereses. Por tanto, para que el apalancamiento financiero sea positivo, se hace necesario que la rentabilidad obtenida por la empresa sea mayor al coste de la deuda.

---

<sup>21</sup> CRUZ MANZANO, M. “La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera” *Rev. Estabilidad Financiera*, nº 13, 2007, Banco de España.

Por ejemplo, imaginemos que una entidad de capital riesgo adquiere una empresa de 10.000.000€, aportando 2.000.000€ y el resto lo obtiene mediante deuda bancaria a un tipo de interés del 10% anual. Si al cabo de un año la entidad de capital riesgo vende la empresa por un valor de 15.000.000€, las ganancias serán de 4.200.000€ (15.000.000 – 2.000.000 – 8.800.000€). Siendo el capital inicial aportado de 2.000.000€, la entidad ha obtenido una rentabilidad del 210%. Al no financiarse toda la inversión con fondos propios, el beneficio y la rentabilidad es mayor, siempre que el activo genere ingresos superiores al coste de los intereses.

Por otro lado, el principal inconveniente del apalancamiento financiero es que al aumentar el endeudamiento, los intereses son mayores, y el riesgo de insolvencia aumenta de la misma manera. Por tanto, las pérdidas también se multiplican con apalancamiento.

En definitiva, lo que se busca con el apalancamiento financiero es crear valor adicional para los inversores. Pero, para ello, es importante gestionar de manera adecuada la cantidad de deuda utilizada, siendo imprescindible para ellos conocer el negocio a la perfección y sobretodo las perspectivas futuras de la evolución de la empresa. El nivel de apalancamiento dependerá principalmente como hemos dicho de la capacidad de generar caja por un lado, y de los activos del negocio (dando prioridad a los más líquidos) por otro. Por todo lo anterior, los compradores de la operación buscarán maximizar el importe de la deuda y minimizar los fondos propios aportados para la adquisición de la Sociedad Target.

### **6.3 FINANCIACIÓN**

La financiación es una cuestión fundamental en las operaciones de adquisición apalancada. El calificativo apalancada se debe a que la adquisición de la empresa se financia en una parte muy elevada de deuda. En estas operaciones, lo más común es utilizar una estructura de financiación basada en el endeudamiento (mayor financiación ajena que propia).

Antes de comenzar, es importante recordar la diferencia básica entre los accionistas y



los obligacionistas o poseedores de los títulos de deuda corporativa. La diferencia básica se encuentra en que los obligacionistas tienen un derecho preferencial en cuanto al cobro frente a los accionistas, que únicamente recibirán los dividendos siempre y cuando el total de los obligacionistas hayan percibido los intereses. Por ello, los accionistas podrán exigir una tasa de rentabilidad mayor, dado que tienen más difícil cobrar los dividendos que los obligacionistas cobrar los intereses.

Para este tipo de operaciones, la clasificación se realiza en función de la prioridad de cobro, dado que unos financiadores tienen preferencia sobre otros a la hora de recuperar las cantidades aportadas en la operación, junto con los rendimientos que en cada caso se correspondan. Se distingue entre:

- Deuda senior
- Deuda subordinada o *mezzanine*
- *Equity*

1. La deuda principal o senior consiste en una financiación de carácter preferente, otorgada por entidades financieras. Se caracteriza porque en situaciones de liquidación de la empresa, los acreedores tienen prioridad en el cobro y en el reparto.

El empleo de recursos financieros ajenos es el instrumento más utilizado a la hora de financiar una adquisición cuando ésta implica pagar con dinero líquido las acciones de la Sociedad Target<sup>22</sup>. Este tipo de deuda se caracteriza por suponer aproximadamente entre un 30 y un 70% de los recursos financieros. Su pago está garantizado por los flujos de caja futuros y por los activos de la Sociedad Target, que podrán ser hipotecados o pignorados, dado que los acreedores saben que las posibilidades de incumplimiento del pago son altas. Este tipo de garantías se incluyen en cláusulas de protección, que limitan la posibilidad de realizar arrendamientos y de vender activos, e incluso de repartir dividendos.

A los prestamistas les preocupa que la empresa siga acumulando deuda, lo que incrementa el riesgo de incumplimiento de sus obligaciones. Por eso, cuando una

---

<sup>22</sup> MASCAREÑAS, J., *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*, Editorial del Economista, Madrid, 2011.

compañía emite deuda principal, los prestamistas limitarán las emisiones adicionales de deuda prioritaria, sin embargo, no lo harán si se trata de deuda subordinada o de *equity*. De esta manera los acreedores reducen su riesgo, siendo esta la razón por la que la deuda senior es la más barata. Concretamente oscila en torno a un EURIBOR + 2% y un EURIBOR + 4%<sup>23</sup>.

Por último, importante destacar que la deuda senior tiene una duración aproximada de entre cinco y diez años, siendo posible el pacto para que se dé la amortización anticipada por parte del prestatario, a cambio de una comisión.

2. La deuda subordinada o *mezzanine*<sup>24</sup> es una financiación intermedia entre la deuda senior y el *equity*. Es un instrumento flexible cuya estructura se adapta a las necesidades específicas de las compañías en las que se invierte. Complementa a la deuda principal, cubriendo el espacio que las entidades financieras no alcanzan por considerar excesivo el endeudamiento, y permite minimizar el capital inicial invertido por los compradores.

Los prestamistas subordinados o *mezzanine* son entidades de capital riesgo, compañías de seguro, fondos de pensiones o fondos de inversión, que se suelen agrupar bajo el mando de un banco de inversión con el fin de completar la financiación para la adquisición de una compañía.

Al ser deuda subordinada, no se producirá la devolución del principal si previamente no se ha cobrado totalmente la deuda senior, por lo que riesgo de cobro es en este caso mayor. Por ello, el tipo de interés es más elevado que en la deuda senior. Concretamente, suelen oscilar entre un EURIBOR + 5% y un EURIBOR +14%<sup>25</sup>. Aún así, este tipo de deuda representa menor riesgo que los fondos propios de la compañía, dado que antes de repartir los dividendos, es necesario para los intereses de la deuda subordinada.

---

<sup>23</sup> SERRANO ACITORES, A., Leveraged buyouts: *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Monografía núm. 40. Revista de Derecho de Sociedades, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, 2013, p.174.

<sup>24</sup> La Revista Española de Capital Riesgo define Mezzanine Financing como “modalidad de financiación que comparte elementos de equity y elementos de deuda. Es un tipo de financiación típica en LBO, que suele llevar aparejado un tipo de interés más alto que la deuda tradicional y un rango inferior a aquella”.

<sup>25</sup> SERRANO ACITORES, A., Leveraged buyouts: *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Monografía núm. 40. Revista de Derecho de Sociedades, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, 2013, p.175.

En definitiva, la deuda *mezzanine* permite estructuras más flexibles y agresivas que facilitan la financiación de proyectos más arriesgados, cubriendo aproximadamente entre un 10 y un 30% de los recursos financieros de la operación, y con una duración de entre 7 y 10 años.

3. Finalmente, no debemos olvidarnos de la financiación con *equity* de una parte de la operación, que suele aportarse en forma de fondos propios, mediante un aumento de capital en *Newco* por parte de los compradores. La intención de los inversores es generar plusvalías a lo largo del tiempo. Representa entre el 20 y el 40% del importe total de la operación. Los inversores en acciones son los que corren el mayor riesgo, dado que sólo recibirá los dividendos si se han pagado los intereses tanto de la deuda principal como de la subordinada. Por tanto, exigirán una mayor rentabilidad esperada.

### **SECCIÓN III: OPERACIONES PUBLIC TO PRIVATE (P2P)**

#### **7. CONCEPTO**

Las operaciones de adquisición *Public to Private*<sup>26</sup>, *going-private transactions* o *leveraged take-over bids* son un tipo de LBO. Consisten en la compra apalancada de un Sociedad Target que cotiza en un mercado de valores, mediante la adquisición de participaciones significativas de empresas, que, una vez se ha concluido la adquisición, son excluidas del mercado. Como el resto de LBOs, estas operaciones se financian con una gran parte de deuda; en proporciones substancialmente mayores que en el resto del sector.

Estas operaciones suelen ser llevadas a cabo por una ECR (aunque no necesariamente, dado que puede tratarse de operaciones promovidas por inversores industriales) realizando una oferta pública de adquisición sobre las acciones de la Sociedad Target.

---

<sup>25</sup>Según la Revista Española de Capital Riesgo, una operación public to private (P2P) es una operación en virtud de la cual un fondo de capital riesgo u otro inversor realiza una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) sobre una sociedad cotizada con el objetivo de excluirla de bolsa.

En este mismo sentido se ha manifestado la *European Private Equity and Venture Capital Association*, al definir estas operaciones P2P como “una operación en la que se hace una oferta de compra por la totalidad del capital de una empresa cotizada objetivo por parte de una nueva empresa (*Newco*) que tras la compra pasa a ser una compañía privada. Los accionistas de la *Newco* suelen ser miembros del equipo directivo de la empresa objetivo y entidades de capital riesgo. La financiación restante de la oferta se realiza mediante deuda”.

Como hemos comentado, antes de la exclusión de la bolsa por parte de la compañía, es necesario que se produzca la toma de control de la sociedad. Nos situamos por tanto en el ámbito de las ofertas públicas de adquisición (OPAs), dado que este tipo de operaciones no poseen una regulación propia. Debemos por tanto analizar necesariamente la normativa en materia de OPAs contenida en la Ley del Mercado de Valores (conforme a la redacción dada por la Ley 6/2007, de 12 de abril, de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación de los emisores, en adelante, la “Ley 6/2007”) y desarrollada mediante el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, el “RD de OPAs”). Es relevante destacar que tanto en la Ley 6/2007 como en el RD de OPAs no se incluye ni siquiera una única referencia concreta a las operaciones P2P. Por tanto, podemos concluir que una operación *Public to Private* es una OPA que tiene dos objetivos principalmente: la toma de control de la Sociedad Target por un lado, y la exclusión de cotización por otro.

Pues bien, la normativa sostiene con carácter general y sin perjuicio de algunos supuestos especiales y de ciertas excepciones, que en el caso de las operaciones *Public to Private*, será obligatorio realizar una OPA sobre el 100% del capital de la sociedad cotizada quien de manera directa o indirecta pase a obtener el control sobre la misma (en los casos en los que alcance el 30% de los derechos de voto correspondientes a sus acciones o cuando, sin que se haya alcanzado el citado porcentaje, se haya designado a más de la mitad los miembros del consejo de administración).

El desarrollo reciente de las operaciones P2P se debe a su utilización como solución estratégica: las compañías cotizadas se pueden enfrentar en ciertas ocasiones a infravaloraciones constantes con la consecuente dificultad de obtener la financiación

necesaria para su desarrollo. Las operaciones P2P surgen como solución a este obstáculo<sup>27</sup>.

## **8. FASES DEL PROCESO DE COMPRA**

Renneboog and Simons<sup>28</sup>, realizaron un estudio para determinar cuáles eran las principales motivaciones que justificaban las operaciones P2P. Asimismo, trataron de determinar si estas operaciones verdaderamente tenían un impacto positivo en las compañías. Ambos autores consideran que el estudio del impacto de las operaciones P2P debe hacerse analizando cada una de las cuatro fases de la transacción.

La primera fase (Objetivo) consiste en la identificación de buenos candidatos; la segunda fase (Impacto) está formada por la operación LBO en sí y un análisis de los rendimientos esperados; la tercera (Proceso) consiste en la creación de valor mientras la empresa se encuentra en la fase de privatización; y por último, la cuarta fase (Duración) se refiere a la duración de la fase privada hasta que el accionista principal salga de la compañía.

En relación a la primera fase (Objetivo), es importante saber que hacen a las compañías objetivo ser buenos candidatos para ser adquiridas. Por tanto, se analizan las características de las compañías antes su decisión de privatización y se comparan estas características con las de otras empresas que siguen cotizando. Compañías con un alto potencial de reducción de impuestos suelen ser las más seductoras, así como aquellas en las que se pueden realinear los incentivos a través de una mayor propiedad de capital y sociedades con alto flujo de caja libre. Debemos estar hablando de compañías con un flujo de efectivo estable para hacer frente a la deuda posterior a la operación. Siguiendo con el pago de la deuda, es importante la liquidez de la compañía, así como saber si será capaz de mantener su cuota de mercado tras la operación. Por lo general, se utiliza un análisis discriminante o de riesgos para medir la probabilidad de que la

---

<sup>27</sup> SANNAJUST, A., CHEVALIER, A., "Why do firms go private? Motivations, performance and international issues". *Bankers, Markets & Investors*, nº113, 2011, p.49-58, (disponible en <http://www.revue-banque.fr/medias/content/users/christine/1310043035285.pdf>; última consulta el 18/03/2018.

<sup>28</sup> Renneboog, L., Simons T., 2005, Public-to-Private transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs, ECGI, Finance Working Paper, nº 94/2005.

privatización de una compañía sea exitosa. Esta fase se termina con una oferta por las acciones en circulación.

En cuanto a la segunda fase (Impacto), debemos analizar el impacto que se produce en el mercado ante una adquisición. El impacto de una oferta de LBO se puede estimar analizando la reacción inmediata del precio de las acciones o las primas pagadas a los accionistas anteriores a la transacción. Las primas reflejan la creación de valor esperado cuando la empresa pasa a manos privadas. Éstas son más grandes para las empresas en las que los directivos tienen pequeñas participaciones de capital, lo que implica que la compra puede inducir a una realineación de incentivos. Además, para las empresas que pagan una gran cantidad de impuestos, el anuncio de compra conduce a rendimientos anormalmente positivos, dado que se espera que tras la operación, los impuestos se reduzcan de manera notable. Finalmente, las transferencias de riqueza de los titulares de bonos parecen existir, pero desempeñan un papel muy limitado en las ganancias de riqueza de los accionistas anteriores a la compra.

Con respecto a la tercera fase (Proceso), debemos cuestionarnos si se crea valor durante la privatización. Una vez que la compañía deja de ser pública, ¿qué procesos posteriores a la adquisición conducen a una mayor creación de riqueza? Pues bien, en la fase de privatización, la productividad de una empresa aumenta principalmente debido a que se implementa una estrategia específica y concreta, y porque se evita crecer de manera excesiva, al no ser el objetivo principal de la compañía en ese momento concreto. También es frecuente que las compañías que se privatizan mejoren de manera significativa en la gestión del capital circulante. Según Kaplan<sup>29</sup>, el rendimiento de estas empresas no aumenta durante los primeros dos años, pero a partir del tercer año experimentan una ganancia del 24,1%. Su muestra se basa en 48 operaciones de 1980 a 1986. Además, se dio cuenta de que las compañías que se privatizan tienen un mejor rendimiento que las empresas cotizadas. Asimismo, Kaplan sostiene que el empleo aumenta de media un 0,9%.

---

<sup>29</sup> KAPLAN, S. N. "The effects of management buyouts on operations and value". *Journal of Financial Economics*, nº24, 1989, p.217-54.

Por otro lado, Muscarella y Vetsuypens<sup>30</sup> señalan que no suelen haber despidos después de una operación P2P, mientras que Wright, Wilson, Robbie and Ennew<sup>31</sup> afirman que hay pocas probabilidades de que una compañía quiebre después de una operación P2P, debido a la mejora en la eficiencia en la gestión.

Una vez se produce la exclusión de la cotización, puede darse el caso de que una compañía vuelva a cotizar tiempo después (Duración). Los inversores pueden dar por finalizado el período de privatización a través de una salida a bolsa mediante una SIPO (*secondary initial public offering* o LBO inversa). Especialmente en los Estados Unidos, algunas empresas parecen decidir privatizarse para reestructurarse de manera eficiente antes de volver a cotizar. Estas compañías que deciden volver a cotizar, lo hacen después de entre 3 a 6 años.

## **9. JUSTIFICACIÓN DE LA EXCLUSIÓN DE LA SOCIEDAD**

Es necesario plantearse el porqué de la exclusión del mercado de valores, es decir, qué aporta; o, desde otro punto de vista, ¿qué inconvenientes plantea para una sociedad el hecho de que sus acciones estén cotizadas en un mercado oficial?

La respuesta ha de buscarse en argumentos puramente económicos. Las operaciones P2P, tiene como principal objetivo el aumento del valor de la compañía, con la esperanza de que este valor se convierta en un momento determinado en dividendos y en la obtención de unas plusvalías si se venden posteriormente las participaciones.

Hay varios motivos por los que al realizar estas operaciones se pueden obtener ganancias que tienen el peso suficiente como para motivar la decisión de acudir a la privatización. A continuación, se mencionaran los motivos más importantes para posteriormente realizar un análisis más minucioso de los mismos. Estos son: el ahorro de impuestos, la reducción de los costes de agencia, transferencia de riqueza de los bonistas a los accionistas, reducción de los costes de transacción, herramienta defensiva

---

<sup>30</sup> MUSCARELLA C., VETSUYPENS M., “Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs”, *Journal of Finance*, n° 65, 1990, p.1389-1413.

<sup>31</sup> RIGHT, M. WILSON, N., ROBBIE, K., ENNEW C., “An analysis of failure in UK buy-outs and buy-ins”, *Managerial and Decision Economics*, n° 17, 1996, p.57-70.

contra una oferta hostil o medida contra la infravaloración corporativa.

### **9.1. AHORRO VÍA IMPUESTOS**

Como la gran mayoría de las operaciones *Public to Private* se llevan a cabo mediante un aumento considerable del apalancamiento, se produce un aumento sustancial en la deducción de los intereses que deriva en una fuente de ganancia.

Las empresas con altos impuestos se benefician de la privatización, principalmente porque la gran cantidad de deuda utilizada para financiar la transacción crea un considerable escudo fiscal adicional que aumenta el valor de la empresa de pre-recapitalización. Por lo tanto, las ganancias de riqueza de los accionistas de un P2P están positivamente relacionadas con altos niveles de impuestos y bajos ratios de apalancamiento de las empresas objetivo anteriores a la transacción.

La deducibilidad de los intereses a la hora de determinar los impuestos constituye un importante escudo fiscal que aumenta el valor pre-transacción de la empresa, mientras que después de la compra, las empresas casi no pagan impuestos durante un período de al menos cinco años. En consecuencia, los nuevos accionistas sacan partido de la situación. Más concretamente, el grado en que los beneficios fiscales pueden jugar un papel más o menos importante depende del régimen fiscal concreto y de las tasas impositivas marginales a las que esté sujeta la empresa.

Kaplan<sup>32</sup>, estimó que entre 1980 y 1986 los beneficios fiscales de las operaciones *Public to Private* en Estados Unidos fueron de entre un 21% y un 72% de la prima pagada a los accionistas en el momento de la toma de control. De la misma manera, Kaplan asegura que una empresa cotizada difícilmente podría obtener estos beneficios fiscales sin privatizarse.

En el corto plazo, las ganancias obtenidas por la privatización de las compañías se obtienen en su mayoría por los beneficios fiscales.

---

<sup>32</sup> KAPLAN, S.N., "Management buyouts: evidence on taxes as a source of value". *Journal of Finance*, nº 44, 1989, p.611- 632.



Según Aurélie Sannajust, Mohamed Aurori y Frédéric Teulon<sup>33</sup>, hay evidencia de que una de las motivaciones más importantes para realizar una operación P2P es la reducción de los impuestos. De hecho, afirman que las empresas que se privatizan tienen unos niveles de impuestos mayores que las compañías cotizadas de media.

## **9.2. REDUCCIÓN DE LOS COSTES DE AGENCIA**

Existen tres hipótesis principalmente desde la óptica de la teoría de la agencia que motivan las privatizaciones de las compañías: la hipótesis de la reordenación de los incentivos, la del aumento del control y la de los flujos de caja libre.

### **Hipótesis de la reordenación de los incentivos**

La hipótesis del reordenación de incentivos sostiene que las ganancias en la riqueza de los accionistas que surgen de la privatización son el resultado de proporcionar más recompensas a los directivos (a través de una mayor participación), que los inducen a actuar de acuerdo con los intereses de los accionistas.

La necesidad de realinear los incentivos de los directivos con los de los accionistas se menciona con frecuencia como un factor potencialmente importante en las transacciones privadas. Hace ya más de dos siglos, se comenzó a hablar de la divergencia existente entre los intereses de los directivos y los accionistas en las sociedades anónimas. Pues bien, esta hipótesis sostiene que las ganancias de una privatización son mayoritariamente el resultado de la unificación de la propiedad y el control de la empresa, o por lo menos de que los intereses de directivos y propietarios se alineen considerablemente.

### **Hipótesis de control**

Como la inversión en el control por el accionista individual se convierte en un bien público, estos inversores no van a querer invertir capital en control. La existencia de una

---

<sup>33</sup> SANNAJUST, A., AROURI, M., TEULON, F., “Motivations Of Public To Private Transactions: An International Empirical Investigation”, *The Journal of Applied Business Research*, Vol.31,nº1, 2015. (disponible en <https://cluteinstitute.com/ojs/index.php/JABR/article/download/8979/9179/>; última consulta 14/03/2018).

fuerte concentración de la propiedad antes de realizar la OPA, implica un control más detallado por parte de los accionistas externos, y por tanto, se obtendrán menos ganancias al privatizarse dado que la Sociedad Target probablemente ya sea eficiente en cuanto a costes de agencia se refiere.

Las transacciones *Public to Private* esencialmente constituyen una reunificación de propiedad y control. Después de la OPA, la participaciones de la compañía residen en menos manos y el sujeto comprador tendrá más incentivos y más información para aumentar la calidad del control.

### **Hipótesis del flujo de caja libre**

Jensen<sup>34</sup> define los flujos de caja libre como el exceso de flujo de caja del estrictamente necesario para financiar todos los proyectos que tienen un valor actual neto (VAN) positivo cuando se descuentan al coste de capital adecuado.

Asimismo, Jensen argumenta que los directivos pueden incrementar su riqueza a expensas de los accionistas, mediante la inversión del flujo de caja libre de la empresa en oportunidades de inversión no rentables. El problema se genera debido a que los directivos no maximizan el valor de la firma, sino el tamaño de la misma, lo que se traduce en caja y créditos utilizado por éstos para adquirir más bienes y servicios. Esto se debe a que a los directivos les interesa que la compañía crezca mas allá del punto óptimo (lo que lleva a un conflicto directo con los intereses de los accionistas), con el objetivo de aumentar los recursos bajo su control y de esta manera obtener mayores compensaciones por la gestión realizada.

### **9.3. TRANSFERENCIA DE RIQUEZA DE LOS BONISTAS A LOS ACCIONISTAS**

La existencia de deuda en una empresa provoca conflictos de intereses entre accionistas y acreedores y puede generar incentivos perversos que conducen, entre otros problemas, a adoptar decisiones de inversión que no son óptimas. Uno de los conflictos específicos

---

<sup>34</sup> KAPLAN, S. N. "The effects of management buyouts on operations and value". *Journal of Financial Economics*, nº24, 1989, p.217-54.

es el existente entre los accionistas y un tipo concreto de acreedores de la empresa, los tenedores de bonos o bonistas. Este conflicto se deriva del hecho de que los accionistas pueden arbitrariamente tomar decisiones de inversión, de financiamiento y de política de dividendos en detrimento económico de los bonistas.

Existen tres mecanismos principales a través de los cuales una empresa puede transferir riqueza de los bonistas a los accionistas: por un aumento inesperado en el riesgo de proyectos de inversión o por grandes aumentos en los pagos de dividendos, o por una emisión inesperada de deuda de mayor o igual antigüedad. Por ejemplo, en el caso consistente en que, una vez emitida la deuda, la empresa liquide todos sus bienes y entregue el producto a los accionistas, en calidad de dividendos, dejando para los acreedores una empresa sin el más mínimo respaldo económico.<sup>35</sup>

En las operaciones *Public to Private*, el tercer mecanismo en particular puede ser el que conduzca a la expropiación sustancial de riqueza de los bonistas.

#### **9.4. REDUCCIÓN DE LOS COSTES DE TRANSACCIÓN**

El coste de tener una compañía cotizando puede llegar a ser muy alto. Aunque los costes directos (tarifas pagadas a la bolsa de valores) pueden considerarse escasos, los indirectos son considerablemente altos<sup>36</sup>. Por ejemplo, el cambio necesario de la organización para cumplir con las normas de gobierno corporativo, que requiere de departamentos de contabilidad y legal más grandes, así como una determinada composición del consejo de administración y consejeros independientes; mayores costes derivados del cumplimiento de requisitos formales y administrativos (convocatoria y celebración de juntas, etc.); obligaciones reforzadas en materia de publicidad y transparencia (suministro de información pública periódica, comunicación de hechos relevantes, etc.); cumplimiento con la normativa de abuso de mercado; naturaleza abierta del capital, implicando esto que la compañía es susceptible de ser objeto de una OPA no deseada, etc.

---

<sup>35</sup> ARAYA I., & ISLAS R., G. "Cláusulas restrictivas (covenants) en los contratos de bonos: evidencia empírica en Chile". *Estudios De Administración*, nº 9(1), 2002, p.1-46 (disponible en [http://estudiosdeadministracion.unegocios.cl/estudios/Collection\\_files/E\\_A\\_2002\\_Vol09N1\\_Araya.pdf](http://estudiosdeadministracion.unegocios.cl/estudios/Collection_files/E_A_2002_Vol09N1_Araya.pdf)).

<sup>36</sup> RENNEBOOG, L. D. R., SIMONS, T., & WRIGHT, M. "Leveraged Public to Private Transactions in the UK.", *Center Discussion Paper*, Vol. 60, 2005.

En una compañía cotizada de tamaño medio, los costes indirectos se estiman que se mueven en torno a los 750.000–1.500.000€ anuales. La exclusión de la cotización de la compañía elimina la mayoría de estos costes de transacción, tanto directos como indirectos.

### **9.5. MEDIDA DEFENSIVA CONTRA UNA OFERTA HOSTIL**

Lowenstein<sup>37</sup> sostiene que en determinadas circunstancias, la privatización de las compañías han sido realizadas mediante un MBO principalmente como medida contra un posible OPA hostil. Es decir, por miedo de los directivos a perder el control y sus trabajos, pueden decidir proceder a la privatización de la empresa mediante la exclusión de la bolsa. Bien es cierto que un MBO suele ser utilizado como último recurso.

### **9.6. MEDIDA CONTRA LA INFRAVALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA**

Los directivos de las empresas conocen mejor los costes y la posición competitiva de la empresa que los propietarios, por lo que no es raro que exista información asimétrica entre la administración y las personas externas con respecto al valor de la compañía. Si los directivos creen que el precio de la acción está por debajo de su valor verdadero, es decir, si la compañía está infravalorada, pueden decidir privatizar la empresa a través de un MBO. De manera contraria, si un agente externo de la empresa considera que la misma puede generar más valor del que el precio de la acción muestra actualmente, la empresa puede ser adquirida por medio de un MBI<sup>38</sup>.

## **10. VÍAS PARA LA EXCLUSIÓN DE COTIZACIÓN**

Como ya hemos comentado anteriormente, las operaciones *Public to Private* tienen como finalidad la exclusión de cotización de los valores de la Sociedad Target.

---

<sup>37</sup> LOWENSTEIN, L., “Management buyouts”, *Columbia Law Review*, nº 85, 1985, p.730-784.

<sup>38</sup> RENNEBOOG, L., SIMONS T., “Public-to-Private transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs, ECGI” Finance Working Paper, nº 94, 2005.

Aunque dicha exclusión puede materializarse mediante diversas vías, la aplicabilidad de una u otra alternativa dependerá en última instancia de las circunstancias concretas del caso.

Según Serrano<sup>39</sup>, las cuatro alternativas que existen para llevar a cabo la exclusión son las siguientes:

1. OPA de exclusión: Es aquella formulación de una oferta dirigida a la exclusión de cotización. Es la forma tradicional y la que ha sido utilizada en mayor número de ocasiones.

Esta OPA de exclusión, que ya se preveía en la normativa anterior, está regulada en el artículo 10 del RD de OPAS. Este artículo nos dice en su apartado 2º que la oferta deberá dirigirse:

- “ a) A todos los titulares de las acciones de la sociedad cotizada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto de acuerdo con lo establecido en la legislación vigente.
- b) Cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas”.

Con la entrada en vigor de la vigente normativa de OPAs, el oferente ya no debe hacerse primero con el control de la Sociedad Target y, posteriormente, promover la OPA de exclusión a través de esta. Ahora, se ha reconocido expresamente la posibilidad de que la OPA de exclusión sea formulada por un tercero que cuente con la previa aprobación de la junta general de la Sociedad Target. Por tanto, el oferente tiene ahora dos alternativas. La tradicional, consistente en la formulación de una OPA sobre la Sociedad Target, seguida de exclusión promovida por esta, o la opción alternativa, más sencilla (dado que únicamente implica una única OPA), en la que, mediante un acuerdo con los accionistas de la Sociedad Target, se puede aprobar una OPA de exclusión

---

<sup>39</sup> SERRANO ACITORES, A., Leveraged buyouts: *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Monografía núm. 40. Revista de Derecho de Sociedades, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, 2013, p. 297.

promovida por el mismo oferente.

Si bien, la nueva normativa es más rígida en algunos aspectos. Por ejemplo, la oferta de exclusión sólo se puede formular actualmente como compraventa, debiendo consistir en efectivo la totalidad del precio. Asimismo, la contraprestación ofrecida no podrá ser inferior al valor mayor que resulte entre el precio equitativo determinado conforme al artículo 9 del RD de OPAs y el que resulte de un informe de valoración que tome en cuenta, de forma conjunta, los métodos previstos en el artículo 10.5 del RD de OPAs, que resumiendo, son: el valor teórico contable, el valor liquidativo, la cotización media ponderada durante el semestre anterior al anuncio de la propuesta de exclusión, el valor de la contraprestación ofrecida en cualquier OPA formulada respecto de la Sociedad Target durante el año precedente a la fecha del acuerdo de la solicitud de exclusión y el valor resultante de otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional.

2. Venta Forzosa: Esta vía ha sido otra novedad de la nueva normativa de OPAs, regulada en los artículos 47 y siguientes del RD de OPAs. Mediante el ejercicio del derecho de venta forzosa, el oferente se convierte en titular de la totalidad de las acciones en que se divida el capital social de la Sociedad Target, por lo que los valores quedan automáticamente excluidos de cotización tras la liquidación de las operaciones de venta forzosa.

El artículo 47 del RD de OPAs lo explica de manera clara: “Quien hubiera formulado una oferta pública dirigida a la totalidad de los valores podrá, una vez liquidada la oferta, exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta su venta forzosa a un precio equitativo. De igual forma, cualquiera de los titulares podrá exigir del oferente que le compre la totalidad de sus valores a dicho precio”.

Si bien, conviene resaltar que esta opción implica una OPA anterior y el cumplimiento de unos requisitos concretos que no son fáciles de alcanzar (el oferente debe ser titular de una participación de al menos el 90% de los derechos

de voto y su oferta debe ser aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los destinatarios de la OPA).

3. Otras alternativas previstas en la normativa de OPAs: El artículo 11 del RD de OPAs prevé otras alternativas como vía de exclusión de la cotización. Una de las características principales de estas alternativas es que no hay la necesidad de formular una OPA de exclusión. Las excepciones se darán en los siguientes casos:

- a) Cuando todos los titulares de los valores afectados acuerden por unanimidad la exclusión de negociación con renuncia a la venta de sus valores en régimen de oferta pública.

Esta vía está prácticamente descartada dado que es muy difícil lograr un acuerdo por unanimidad en una sociedad. Este supuesto por tanto quedaría limitado para las sociedades con un número muy reducido de accionistas.

- b) Cuando se produzca la extinción de la sociedad mediante alguna operación societaria en virtud de la cual los accionistas de la sociedad extinguida se conviertan en accionistas de otra sociedad cotizada.

Este supuesto tendrá lugar en el caso de fusiones por absorción entre sociedades cotizadas.

- c) Cuando se hubiera realizado con anterioridad una oferta pública de adquisición por la totalidad del capital de la Sociedad Target en la que se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación y, además, se justifique el precio, y se facilite la venta de la totalidad de los valores mediante una orden de compra de dichos valores, al mismo precio que el de la oferta previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la oferta precedente.

Esta alternativa también se conoce como *soft delisting*, que aunque había sido aplicada en diversas ocasiones, no era una figura expresamente regulada por la normativa de OPAs. Se ha regulado por primera vez en la normativa vigente.

El *soft delisting* tiene varias ventajas. En primer lugar, garantiza la adecuada protección de los accionistas y al mismo tiempo evita al oferente el trámite de la formulación de una OPA de exclusión adicional a la oferta inicial.

Los tres mecanismos anteriores vienen previstos en el artículo 11 del RD de OPAs, siendo los más utilizados. Sin embargo, no hay que olvidar que caben otras alternativas derivadas de la ejecución de determinadas operaciones societarias previstas en la Ley con carácter general tanto para sociedades cotizadas como para no cotizadas.

## **11. TENDENCIAS INTERNACIONALES**

La economía americana de los años ochenta se caracterizó por adquisiciones corporativas hostiles. Mitchen y Mulherin<sup>40</sup> afirman que el 57% de las empresas cotizadas en los Estados Unidos eran potenciales objetivos de adquisición o fueron reestructuradas. Por otro lado, Jensen<sup>41</sup> argumenta que durante este período, los LBOs y los MBOs actuaron como catalizadores de cambio para reducir el exceso de capacidad de las empresas estadounidenses. El mercado americano de operaciones *Public to Private* se desarrolló de manera notable en apenas una década. Pasó de menos de mil millones de dólares en 1979 a más de sesenta mil millones en 1988. Sin embargo, la culminación de esta ola de LBOs se asoció con bancarrotas y con una política en contra de las adquisiciones, lo que provocó una disminución abrupta a menos de los cuatro mil millones de dólares en 1990. No obstante, desde 1997 en adelante, se puede observar un aumento considerable en las operaciones *Public to Private* (gráfico 1, Anexo 1). Según

---

<sup>40</sup> MITCHELL, M. AND MULHERIN, H., "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity," *Journal of Financial Economics*, 1996, p.193-229.

<sup>41</sup> JENSEN, MICHAEL C., "Corporate Control and the Politics of Finance" *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4, No. 2, 1991, p. 13-33.



Renneboog y Simons<sup>42</sup>, desde el año 2000, las operaciones P2P han venido motivadas por el declive de los mercados bursátiles que provoca que el *equity* público sea demasiado caro como fuente de fondos.

Aunque en menor escala, la actividad P2P en Reino Unido mantuvo el ritmo americano, culminando la primera ola de operaciones en 1989 (Gráfico 2, Anexo 1). Al igual que en los Estados Unidos, a partir de 1990 se produjo un descenso repentino de las operaciones P2P. Años más tarde, en 1997, se produjo una nueva ola de transacciones P2P, debido principalmente a la mayor presencia del *Private Equity*, al mayor apoyo a los accionistas objetivo, por ejemplo, a través de los llamados compromisos irrevocables de venta, mediante el cual, uno o varios accionistas significativos de una sociedad cotizada asumen de forma irrevocable frente al oferente el compromiso de vender sus títulos en el contexto de una OPA formulada por este en unos términos preacordados.

Esta ola de operaciones P2P terminó en el año 2000 en término de número de operaciones, aunque el valor de las transacciones seguía siendo alto alcanzando un máximo de ocho mil millones de libras en 2004. Como cada vez más compañías eran potenciales objetivos para ser adquiridas, el valor promedio por operación paso de 169 millones en 1999 a 793 millones en el año 2004.

Al igual que en Reino Unido, la actividad en operaciones P2P en Europa continental fue baja en la década de 1980 en comparación con la segunda oleada de finales de la década de 1990 (Gráfico 3, Anexo 1). En términos absolutos, podemos afirmar que el mercado europeo de operaciones P2P es todavía relativamente pequeño por las siguientes razones: en primer lugar, los países de Europa continental tienen menos compañías cotizadas. Segundo, la cultura todavía puede desempeñar un papel principal en el funcionamiento y la sofisticación de los mercados financieros europeos. Finalmente, la infraestructura legal y fiscal tradicionalmente no es tan favorable para las operaciones P2P como en Reino Unido. Sin embargo, se han llevado a cabo ciertos cambios en la regulación que pueden estimular el mercado de P2P en un lapso de tiempo corto.

---

<sup>42</sup> RENNEBOOG, L. D. R., SIMONS, T., & WRIGHT, M. “Leveraged Public to Private Transactions in the UK.”, *Center Discussion Paper*, Vol. 60, 2005.

En conclusión, podemos afirmar que el mercado de operaciones *Public to Private* ha resurgido desde la segunda mitad de la década de 1990 en los Estados Unidos, en Reino Unido y en Europa continental, habiéndose convertido en un instrumento importante en el mercado para el control corporativo.

En cuanto a los efectos de las operaciones *Public to Private* de la primera oleada, autores como Smart y Waldfogel<sup>43</sup> afirman que el rendimiento de las compañías tras la privatización mejora. Siendo esto así, no hay que olvidar que estos estudios tratan sobre la primera oleada de operaciones P2P que ocurrió en la década de 1980, momento en el que con seguridad, era más fácil encontrar empresas infravaloradas, sugiriendo esto que las mejoras en el rendimiento después de la adquisición pueden haber sido relativamente más fácil de generar que en la segunda oleada, período en el que existían menos deficiencias en el mercado.

En cuanto a la segunda oleada de operaciones P2P, Charlie Weir y Mike Wright<sup>44</sup>, en su estudio, afirman que el rendimiento de las empresas empeora en relación con la situación anterior a la adquisición, aunque no se comportan peor que las empresas que siguen cotizando. La impresión general que tienen los autores al término de su estudio es que las operaciones P2P crean valor a través de mejoras en la eficiencia y la desinversión, aunque no se está viendo reflejado por las medidas de rentabilidad tradicionales. Asimismo, concluyeron que las operaciones P2P producen pérdidas en el empleo durante los años inmediatamente posteriores a la privatización, aunque a partir de unos años, el empleo aumenta de manera notable. En su análisis, también demostraron que las operaciones P2P difieren del promedio de la industria en términos de deuda. Las obligaciones fiscales caen tras la transacción, pero esto se debe en parte al menos, a la caída en la rentabilidad en relación con el año anterior a la privatización. De la misma manera, obtuvieron evidencia de que los gastos disminuían tras la operación, mientras que los ingresos por empleado eran más altos, lo que indica que eficiencia aumentó.

---

<sup>43</sup> SMART, S. B. AND WALDFOGEL, J. "Measuring the effect of restructuring on corporate performance: the case of management buyouts". *Review of Economics and Statistics*, nº76, 1994, p.503-511.

<sup>44</sup> WEIR, C., LAING, D. AND WRIGHT, M., "Public to private takeovers and the market for corporate control" Working Paper, University of Nottingham., 2004.

En conclusión, podemos afirmar que el mercado de operaciones *Public to Private* ha resurgido desde la segunda mitad de la década de 1990 en los Estados Unidos, en Reino Unido y en Europa continental, habiéndose convertido en un instrumento importante en el mercado para el control corporativo.

## **12. PRIMERA OPERACIÓN PUBLIC TO PRIVATE EN ESPAÑA: PARQUES REUNIDOS (ADVENT INTERNATIONAL)**

Actualmente, Parques Reunidos es una de las mayores compañías del mundo en el sector de los parques de ocio. Fundada en 1967 bajo el nombre “Parque de Atracciones Casa de Campo de Madrid, S.A”, la compañía posee y opera 60 parques en 14 países en Europa, Estados Unidos, Argentina, Oriente Medio (Dubái) y Asia (Vietnam). Atrae más de 26 millones de visitantes al año a sus parques de atracciones y temáticos, zoos, acuarios y parques de agua. Emplea a 18.000 personas en todo el mundo durante la temporada alta.

En el año 2003, existía una gran fragmentación en el mercado de los parques de ocio en España, de manera que se evidenciaba un exceso de oferta que ponía a los parques en situación de pérdidas. La mayoría de las empresas eran de tipo familiar y gestionaban solo un parque y Parques Reunidos ostentaba una posición de liderazgo en el sector.

Por aquel entonces, Parques Reunidos cotizaba en la Bolsa de Madrid, siendo una de las 5 mayores sociedades europeas y la número 2 de España, pero estaba estancada y limitada al mercado nacional. Un grupo de gestores del sector, liderados por Richard Golding, propusieron a Advent International (los Fondos Advent son unas sociedades especializadas en inversiones de capital riesgo, dedicadas a la realización de inversiones en otras sociedades privadas o cotizadas, a nivel mundial, inversiones que se realizan con un horizonte temporal de unos cinco años) hacer un MBI. Conjuntamente con los gestores, el equipo de la oficina de Madrid de Advent International lanzó una OPA sobre Parques Reunidos. Consumada en diciembre de 2003, la transacción fue la primera operación P2P hecha por una firma de *Private Equity* en España.

Según Advent International, “en Parques vimos una sólida plataforma que podíamos expandir adquiriendo y mejorando otros parques ya en funcionamiento, lo que sería más

rápido y menos arriesgado que construirlos desde cero. En la época de la inversión, el mercado europeo crecía sostenida pero fragmentadamente, con 17 compañías controlando los 20 mayores parques. En cambio, en los Estados Unidos, seis operadores controlaban los mayores 50”. Advent creía que Parques Reunidos era un candidato idóneo al ser una compañía líder en su sector, y dado que en su opinión, no estaba rindiendo al máximo de sus posibilidades, tenía de un amplio margen de mejora y crecimiento. Asimismo, consideraba el equipo de Advent que Parque Reunidos gozaba de una buena marca con prestigio y una fuerte presencia en el mercado.

Las condiciones macro del mercado también eran satisfactorias. Como dijo Juan Díaz-Laviada, el jefe de la oficina de Madrid y socio que lideró la operación, “las tendencias demográficas favorables, el turismo creciente y el crecimiento de la renta per cápita disponible sugieren un gran potencial para crear valor en el sur de Europa”.

En este contexto, la sociedad de capital riesgo Advent International Corporation lanzó una OPA en 2003 sobre la totalidad del capital de Parques Reunidos a 6,25 euros por acción (representando el 2500% de su valor nominal), lo que supuso valorar la compañía de parques de ocio y zoológicos en 165,7 millones de euros. Si bien, la oferta estaba condicionada a alcanzar el 75% del capital social. La contraprestación se realizó en metálico.

Por aquel entonces, la compañía cotizaba en bolsa, por lo que se tuvo que llevar a cabo su exclusión bursátil. Así lo indicaba en el folleto explicativo de la oferta, “Es firme intención de la Sociedad Oferente promover la exclusión de cotización de las acciones de la Sociedad Afectada en el plazo más breve posible”.

Finalmente, la adquisición se materializó por un precio de 228 millones, de los cuales 173 millones se destinaron a la adquisición y 55 millones a la refinanciación de la deuda. La finalidad de la compra era adquirir como hemos dicho anteriormente la totalidad de las acciones y tomar el control de la Sociedad Target con el objetivo estratégico de convertirla en uno de los líderes europeos en su sector.

Antes de comenzar la expansión, Advent International apoyó al equipo en la mejora de las operaciones del portfolio existente de parques, creando un modelo de buenas

prácticas que pudieran aplicar a todos los parques, antiguos y nuevos. A continuación, el equipo se centró en mejorar los márgenes aumentando la disciplina en costes y gastos, por ejemplo, centralizando los servicios de catering y merchandising o instalando un nuevo sistema de información operativa y financiera. También se implementaron un marketing más eficiente y políticas de pricing y retención de clientes, lo que ayudó a duplicar el gasto medio por cliente. Al mismo tiempo, Parques invirtió más de 40 millones de euros en mejorar las atracciones e infraestructuras.

“El desarrollo de estas buenas practicas no solo generó nuevas eficiencias y mejoró la experiencia del cliente, sino que también creó la base para nuestra estrategia de crecimiento”, sostuvo Golding, que dirigió parques como CEO entre 2003 y 2013.

El movimiento siguiente fue adquirir negocios análogos con el objetivo de aumentar el cash flow y diversificar los ingresos. El equipo combinado Advent International-Parques Reunidos consiguió completar su plan de adquisición a cinco años en solamente tres, comprando parques en Bélgica, Francia, Italia, Noruega y Argentina, y aumentando su presencia en parques de agua y de animales. La red de Advent International fue instrumental a la hora de identificar y negociar adquisiciones, muchas de las cuales no estaban a la venta o estaban sujetas a un proceso de venta limitado.

Durante los 4 años de propiedad de Advent, Parques Reunidos se fue transformando de un operador local poco valorado al segundo operador europeo y una empresa global, preparada para crecer más. La compañía pasó de 14 parques situados solo en España a 22 parques en siete países, mientras el número anual de visitantes creció de 5 a 9 millones. Los ingresos más que doblaron, desde 85 millones en 2003 a 194 en 2006, y el EBITDA prácticamente se triplicó.

Ya en marzo de 2007, Advent International vendió todas sus participaciones al fondo británico Candover Investments por 936 millones de euros. Bajo su nuevo dueño, Parques continuó su notable crecimiento y es ahora el séptimo operador mundial.

## **BIBLIOGRAFIA**

- ARAYA I., & ISLAS R., G. “Cláusulas restrictivas (covenants) en los contratos de bonos: evidencia empírica en Chile”. *Estudios De Administración*, nº 9(1), 2002, p.1-46 (disponible en [http://estudiosdeadministracion.unegocios.cl/estudios/Collection\\_files/E\\_A\\_2002\\_Vol09\\_N1\\_Araya.pdf](http://estudiosdeadministracion.unegocios.cl/estudios/Collection_files/E_A_2002_Vol09_N1_Araya.pdf)).
- CARRETERO PIRES, A.. “Operaciones de compra apalancada de empresas y la creación de valor. El impacto de la estructura financiera”, Universidad Rey Juan Carlos de Madrid, 2007.
- CRUZ MANZANO, M. “La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera” *Rev. Estabilidad Financiera*, nº 13, 2007, Banco de España.
- DAVIS, S. AND DAY, R., “Public-to-private deals: reducing the risk and removing the uncertainty”, *UK Venture Capital Journal* nº5, 1998, p.1-6.
- ESPEJO-SAAVEDRA, J. Y ORTEGA, F. “Claves sobre la compra apalancada y la prohibición de la asistencia financiera”. *Estrategia de Financiación*, 232, 2006, p.21-24.
- GARCÍA FERRER, F., “Fases de desarrollo de un proyecto de private equity”, *Estrategia Financiera*, nº244, 2007, p.59-63.
- JENSEN, M. C., “Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover”. *American Economic Review*, 7nº 6, 1986, p.323-329.
- JENSEN, MICHAEL C., “Corporate Control and the Politics of Finance” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4, No. 2, 1991, p.13-33.
- KAPLAN, S. N. “The effects of management buyouts on operations and value”.

*Journal of Financial Economics*, nº24, 1989, p.217-54.

- KAPLAN S.N, “The staying power of leveraged buyouts”, *Journal of Financial Economics*, nº 29, 1991, p. 287-313, (disponible en <https://core.ac.uk/download/pdf/6881651.pdf> ; última consulta el 11/03/2018).
- KAPLAN, S.N., “Management buyouts: evidence on taxes as a source of value”. *Journal of Finance*, nº 44, 1989, p.611- 632.
- KAPLAN, S.N, & STROMBERG. “Leveraged Buyouts and Private Equity”. *Journal of Economic perspectives*, nº23, 2009, p.121-146.
- LOWENSTEIN, L., “Management buyouts”, *Columbia Law Review*, nº 85, 1985, p.730-784.
- MASCAREÑAS, J., *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*, Editorial del Economista, Madrid, 2011.
- MITCHELL, M. AND MULHERIN, H., “The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity,” *Journal of Financial Economics*, 1996, p.193-229.
- MUSCARELLA C., VETSUYPENS M., “Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs”, *Journal of Finance*, nº 65, 1990, p.1389-1413.
- RENNEBOOG, L., SIMONS T., “Public-to-Private transactions: LBOs, MBOs, MBI and IBOs, ECGI”, Finance Working Paper, nº 94, 2005.
- RENNEBOOG, L. D. R., SIMONS, T., & WRIGHT, M. “Leveraged Public to Private Transactions in the UK.”, *Center Discussion Paper*, Vol. 60, 2005.
- SANNAJUST, A., CHEVALIER, A., “Why do firms go private? Motivations,

performance and international issues”. *Bankers, Markets & Investors*, nº113, 2011, p.49-58, (disponible en <http://www.revue-banque.fr/medias/content/users/christine/1310043035285.pdf> ; última consulta el 18/03/2018).

- SANNAJUST, A., AROURI, M., TEULON, F., “Motivations Of Public To Private Transactions: An International Empirical Investigation”, *The Journal of Applied Business Research*, Vol.31,nº1, 2015. (disponible en <https://cluteinstitute.com/ojs/index.php/JABR/article/download/8979/9179/> ; última consulta 14/03/2018).
- SERRANO ACITORES, A., *Leveraged buyouts: El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*. Monografía núm. 40. Revista de Derecho de Sociedades, Thomson Reuters-Aranzadi, Pamplona, 2013.
- SMART, S. B. AND WALDFOGEL, J. “Measuring the effect of restructuring on corporate performance: the case of management buyouts”. *Review of Economics and Statistics*, nº76, 1994, p.503- 511.
- WEIR, C., LAING, D. AND WRIGHT, M., “Public to private takeovers and the market for corporate control”, Working Paper, University of Nottingham., 2004.
- WRIGHT, M. WILSON, N., ROBBIE, K., ENNEW C., “An analysis of failure in UK buy-outs and buy-ins”, *Managerial and Decision Economics*, nº 17, 1996, p.57-70.
- Anuncio de la Oferta Pública de Adquisición de Valores de Parques Reunidos, S.A. Sección II del BORME (BORME 219 de 17/11/2003). Referencia: BORME-C-2003-219046.
- Advent International website: <http://www.adventinternational.com/about/>

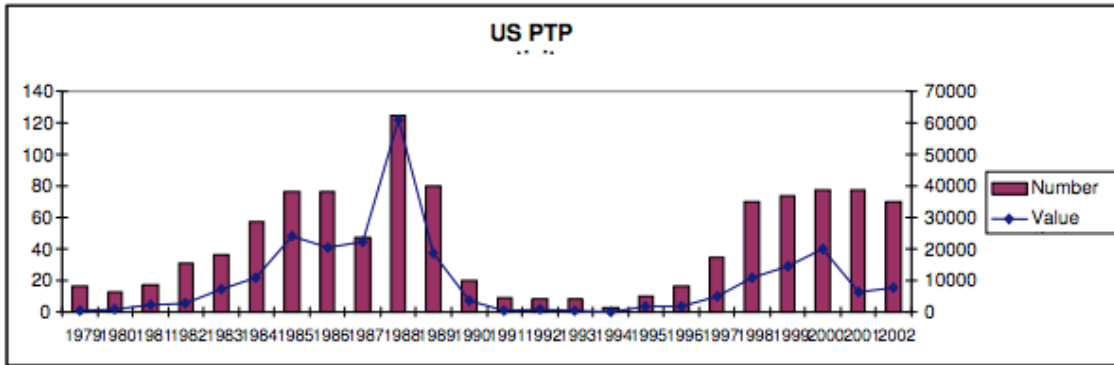


Último acceso: 29/03/2018.

- Advent International, Parques Reunidos Case Study. (disponible en <https://www.adventinternational.com/es/investments-spain/case-studies-spain/case-study-spain/> ; última consulta el 28/03/2018).

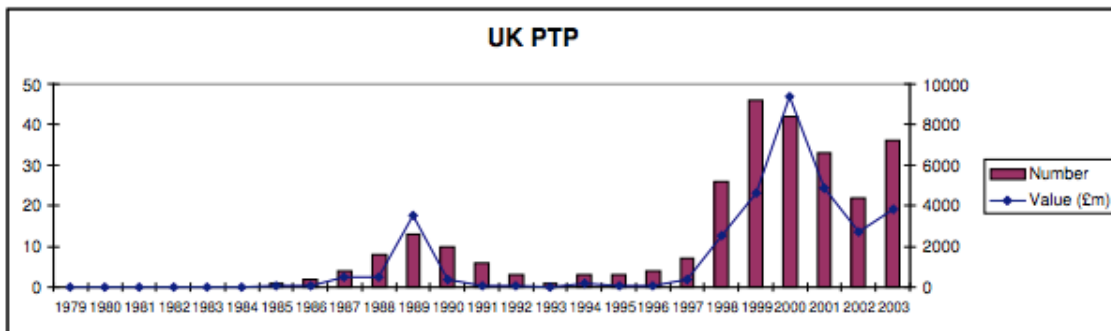
## ANEXO 1

**Gráfico 1: *Public to private* en Estados Unidos.** Muestra el nº de operaciones en el eje izquierdo y el valor de las mismas en millones de dólares en el eje derecho.



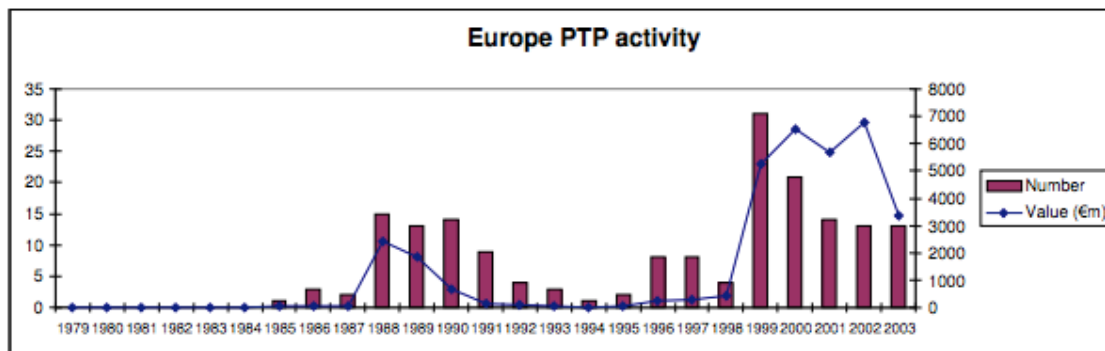
Fuente: Centre for Management Buyout Research /Barclays Private Equity/ Deloitte & Touche.

**Gráfico 2: *Public to private* en Reino Unido.** Muestra el nº de operaciones en el eje izquierdo y el valor de las mismas en millones de libras en el eje derecho.



Fuente: Centre for Management Buyout Research /Barclays Private Equity/ Deloitte & Touche.

**Gráfico 3: *Public to private* en Europa.** Muestra el nº de operaciones en el eje izquierdo y el valor de las mismas en millones de euros en el eje derecho.



Fuente: Centre for Management Buyout Research /Barclays Private Equity/ Deloitte & Touche.