



Facultad de CC.Empresariales

COMPARATIVA EN LA APLICACIÓN TEÓRICA Y PRÁCTICA EN MODELOS LBO EN ESPAÑA

Autor: Gonzalo Peña Corriá

Directora: Susana Carabias López

ÍNDICE

Resumen	3
Abstract	3
1. Introducción	4
1.1 Objetivos	4
1.2 Metodología.....	4
1.3 Justificación.....	5
2. Marco teórico: concepto y funcionamiento de los LBO	7
2.1 Concepto	7
2.1.1 Tipos de LBOs	8
2.1.2 Financiación de LBO	9
2.2 Factores que determinan la conveniencia de una compra por LBO	11
2.2.1 Características que deben poseer las empresas objetivo.....	13
2.2.2 Información requerida	13
2.3 Procedimiento del LBO	14
2.4 Consecuencias producidas por el LBO	16
3. Características de los Modelos LBO en España: Banca y Private Equity.....	19
3.1 Información general.....	19
3.2 Crecimiento y evolución en España	20
3.3 Implicaciones para la estabilidad financiera	25
4. Análisis descriptivo de los LBO en España	26
5. Presentación de casos de adquirentes a través de operaciones de LBO	33
5.1 Características de la empresa objetivo	35
5.2 Tipo de LBO presente en la operación	37
5.3 Información Financiera	38
5.4 Evolución tras la adquisición	43
6. Conclusiones	45
Bibliografía.....	47

Resumen

Este trabajo analiza si la teoría de los modelos de compra apalancada de empresas o LBOs se corresponde con los resultados que se han obtenido en la práctica en algunos casos en España. Tras este análisis se ha demostrado que este tipo de operaciones resultan muy ventajosas para las compañías que los llevan a cabo, lo cual es una base fundamental en el modelo teórico. Este tipo de compra de empresas se lleva a cabo a través de deuda, y las empresas que las llevan a cabo son compañías de capital riesgo o *Private Equity*. Los LBOs vienen en continuo crecimiento en los últimos años, y se cree que seguirán en desarrollo en los años venideros.

Palabras clave: modelos de compra apalancada de empresas, LBO, deuda, capital riesgo.

Abstract

This paper analyzes whether the theory of leveraged purchase models of companies or LBOs corresponds to the results that have been obtained in practice in some cases in Spain. After this analysis, it has been shown that this type of operations are very advantageous for the companies that carry it out, which is a fundamental basis in the theoretical model. This type of business purchase is carried out through debt, and the companies that carry them out are Private Equity companies. LBOs are continuously growing in recent years, and it is believed that they will continue to develop on the upcoming years.

Key words: leveraged purchase models of companies, LBO, debt, Private Equity.

1. Introducción

1.1 Objetivos

El objetivo general de este trabajo es comparar la valoración teórica de los modelos LBO (“*Leveraged Buyout*”) o de compra apalancada de empresas con los resultados que se han dado en la práctica.

A lo largo de este trabajo también se pueden estudiar otros objetivos secundarios:

- ➔ Analizar la viabilidad general de los Modelos LBO en España, tanto en banca como en Private Equity, para obtener el rendimiento de estas operaciones en la práctica
- ➔ Comparación entre dicho modelo y otros tipos de compra de empresas
- ➔ Identificación de las oportunidades de creación de valor y los riesgos asociados en estas operaciones de LBO, con el fin de conocer el marco teórico de este tipo de compra
- ➔ Análisis de la diversificación del interés en este tipo de operaciones

1.2 Metodología

Este trabajo se desarrolla a través del estudio y análisis sobre el rendimiento de LBOs en nuestro país, y comparando dichos rendimientos con los estimados por la aplicación teórica de ellos. La pregunta de investigación en este caso sería: ¿Hay coincidencia entre lo que nos dice la teoría y los resultados obtenidos en la práctica?

Para ello, en primer lugar se debe analizar con profundidad la naturaleza de los LBOs. También es importante conocer la situación actual de las empresas de Private Equity o Capital Riesgo y bancos que realizan este tipo de operaciones para estudiar el panorama actual en las empresas que realizan con frecuencia operaciones de LBO. En segundo

lugar, debemos obtener los datos prácticos que nos permitan la comparativa, los cuales obtendremos de casos reales que han tenido lugar en España. Por último, se observarán las coincidencias y diferencias entre el planteamiento teórico y los resultados prácticos, y se obtendrán las conclusiones finales.

1.3 Justificación

Las operaciones a través de LBO marcan sus inicios en los años ochenta del siglo XX en los Estados Unidos,¹ época caracterizada por mega fusiones en las que una serie de inversores o especuladores mejor conocidos como *corporate raider* tenían como objetivo enriquecerse rápidamente a través de estas operaciones financieras.

Esta época marca un punto trascendental en los estudios financieros de adquisiciones de empresas a través de la incorporación de los LBO y de las *Private Equity* como mecanismos de agregación de valor para las empresas que aprovechan las ventajas de compras apalancada.

Las operaciones a través de LBO en el mercado Europeo se desarrollan algo más tarde que en los países anglosajones. Sin embargo, en el periodo comprendido entre el año 2000 y el 2004, Europa albergaba el 48,9% del total del valor de las transacciones LBO del mundo.

Su impacto en el mundo académico y empresarial cobra especial relevancia ya que su desarrollo da lugar al surgimiento de términos como deuda de entresuelo, bonos basura, OPA hostiles y amistosas, estrategias de ataque y “*corporate raider*”, los cuales pueden tener especial relevancia en la expansión de los mercados donde se negocian con instrumentos de deuda con un grado de riesgo elevado, además de sus implicaciones en la estabilidad financiera²

¹ Véase (Mascareña y González, 2013)

² Ídem

El trabajo propuesto presenta una gran relevancia dado que, es un tema de especial mención en el mundo financiero, específicamente en la adquisición apalancada. Por otro lado, reviste de importancia personal al reforzar los conocimientos adquiridos en el mundo académico y su aplicabilidad dentro del mercado laboral.

2. Marco teórico: concepto y funcionamiento de los LBO

2.1 Concepto

Los modelos LBO o de compra apalancada de empresas (“*Leveraged Buyout*”) tienen su surgimiento en los años 80 a raíz de un movimiento comprador de empresas sin precedentes que tuvo lugar en los Estados Unidos dando origen a lo que algunos autores mencionan como la cuarta oleada.

Los LBO son operaciones financieras de adquisición de empresas apalancada a través de financiación externa. De esta forma, los LBO se refieren a una transacción en la que una empresa es adquirida por otra que es especializada en inversiones (compañía de Private Equity), para lo cual utiliza una porción relativamente pequeña de capital propio, siendo en su mayoría adquirida por financiamiento externo. (Kaplan y Strömberg, 2008). Esto implica un menor riesgo para la empresa de Private Equity, ya que se hace uso de la propia capacidad financiera de la empresa adquirida para pagar la deuda.

En una típica transacción apalancada, la empresa de Private Equity compra y asume el control mayoritario de un empresa existente o madura.³

Por otro lado, después de la adquisición a través de un LBO, el coeficiente deudas/fondos aumenta considerablemente, teniendo como resultado que el servicio de la deuda absorbe una gran parte del flujo de caja generado por la empresa.

Las operaciones de LBO tienen su fundamento teórico en el estudio desarrollado por dos académicos: Franco Modigliani y Merton Miller, cuya base fundamental se sitúa en que el valor de la empresa se encuentra en sus activos y no en su forma de financiarlos.⁴

³ Véase (Kaplan, 2008, p. 2)

⁴ Véase (Mascareña y González, 2013)

En cuanto al funcionamiento de las empresas adquiridas en una operación de LBO, estas no suelen ser empresas cotizadas previamente en la bolsa de valores, ya que pasan a ser gestionadas de forma más independiente, siendo en su mayoría empresas familiares o empresas con planes de expansión que requieren ser reorganizadas y presentan fuertes requerimientos de financiamiento. (Manzano, 2007)

2.1.1 Tipos de LBOs

Las operaciones de compra apalancada se pueden clasificar en dos tipos: los MBO y los MBI.

Los MBO o “*Management Buyout*” corresponden a la compra de una determinada empresa por parte de su equipo directivo, correspondiendo a estos últimos el pago de parte del precio de compra, y pasarán a ser accionistas de la empresa a la vez que directivos. (Barber and Goold, 2007) Es una operación que generalmente requiere apoyo externo en forma de aporte financiero de deuda.

Los MBI o “*Management Buy-in*” se refieren a la adquisición apalancada por parte de ejecutivos no pertenecientes a la empresa objeto de adquisición. Este tipo de operaciones suele darse cuando la empresa ofrece perspectivas positivas de crecimiento pero cuyo equipo de directores no está interesado en participar o simplemente no cumplen con las competencias exigidas por la normativa. (Gómez y Tapia, 2008).

Adicionalmente existen otras tres categorías poco empleadas pero que se mencionan a continuación: se trata de los BIMBO, LEBO e IBO.

Los BIMBO o “*Buy-in Management Buyout*” obedecen a una combinación entre directivos de la empresa y directivos externos.

Mientras, los LEBO o “*Leveraged Employee Buyout*” se refieren a la adquisición apalancada que se realiza por los empleados que desean adquirir la empresa objeto.

En último lugar aparecen los IBO o “*Institutional Buyout*”, que se dan cuando en un grupo compuesto por uno o más inversores, entre los cuales aparece un Private Equity como promotor de la operación, se le ofrece a los futuros directivos una participación minoritaria de la empresa adquirida. Sin embargo, se suele utilizar el término de LBO para ellos (Mascareñas, 2011).

2.1.2 Financiación de LBO

En las operaciones de LBO, así como en otros tipos de compra de empresas, se distinguen las fuentes de financiación, de acuerdo a la prioridad en el cobro, entre deuda principal, deuda subordinada y capital propio.

La deuda principal tiene como característica que, frente a situaciones de liquidación de la empresa, sus prestamistas tendrán la prioridad en el cobro, siendo los prestamistas más comunes los bancos comerciales, los inversores institucionales o las compañías de seguro, en general la deuda principal cubre el 50% del LBO.

El tipo de interés se fija entre uno y tres puntos por encima de los tipos preferenciales Libor y Eurolibor (Mascareña, 2011). La expectativa de retornos de los participantes se ubica en este tipo de operación entre 5 y 8%.

Las emisiones de deuda principal pueden estar o no garantizadas a través de los activos de la empresa, en este caso si no se cumple con el pago los prestamistas asumen el control de los activos pertinentes, de esta forma los prestamistas reducen su riesgo y, por consiguiente, el coste de financiación disminuye y el valor del préstamo se sitúa en un 80% del valor de liquidación de los activos.

Los prestamistas principales son conscientes de que la deuda por LBO puede incurrir en incumplimiento, por lo que es común incluir en los contratos de deuda cláusulas de protección.

Cuando la compañía emite deuda principal, los prestamistas limitarán las emisiones adicionales de deuda prioritaria. Cabe destacar que, los acreedores de deuda principal tienen prioridad sobre el cobro frente a la deuda subordinada y a los accionistas. Sin embargo, no se les restringirán la cantidad de emisión de capital ni de deuda.

Adicionalmente se incluyen otras restricciones, como realizar arrendamientos financieros, vender activos o el reparto de dividendos; entre las cláusulas de restricción positiva se tiene el mantenimiento de ratios, acceso a la información por parte de los acreedores, mantenimiento de un fondo de maniobra, o un mínimo de caja, entre otros.

La deuda subordinada, también conocida como “*mezzanine*”, es un tipo de financiación que estaría ubicada entre deuda principal y recursos propios. La existencia de deuda subordinada hace posible incrementar su capacidad de endeudamiento más allá del punto en el que no podría emitir más deuda principal.

Sus principales acreedores serán los grupos de capital riesgo, los cuales tendrán que aportar la cantidad que no ha sido suministrada mediante recursos propios y los que fueron aportados por el banco, lo cual se estima entre 15-25% del total de la compra. Otra de sus características es que este tipo de créditos son de largo plazo, por lo general su duración es de entre siete y diez años.

Además, se considera que este tipo de financiación de deuda subordinada es flexible al permitir diversificar el riesgo y proporcionar una mayor rentabilidad al ser distribuida la operación LBO en diferentes fuentes de financiación.

Otras consideraciones importantes de estos tipos de financiación a través de deuda son que suelen estar representados a través de los conocidos como bonos basura (bonos de alto rendimiento), así como que participan en el capital, donde los prestamistas tienen también un pequeño porcentaje de las acciones.

Su principal ventaja radica en la flexibilidad que otorga a la empresa, al permitirle una óptima adecuación del calendario de plazos a la estructura de generación de caja de la actividad.

En el caso de capital propio, estos inversores son los que adquieren mayor riesgo y eso se ve reflejado en una prima sobre rendimiento que se ubica entre un 30-50%, (Mascareña, 2011). Los inversores en acciones mantienen su inversión a largo plazo, con la intención de generar plusvalías con la apreciación de la misma.

En este caso, los inversores exigen establecer ciertos mecanismos para generar plusvalías. Si las empresas son suficientemente grandes realizan una OPV u Oferta Pública de Venta para comenzar a cotizar en los mercados de valores, y si este no fuese el caso, sus inversores acordarán la posibilidad de reventa de sus acciones a la propia compañía o a otros inversores privados con un precio y tiempo previamente establecido.

2.2 Factores que determinan la conveniencia de una compra por LBO

Uno de los determinantes del LBO son los costes financieros, ya que, cuando se realiza este tipo de transacción una parte importante del proceso es la deuda financiera que se genera.

Por otro lado, los flujos de fondos que se generan después de este proceso son un factor importante a la hora de decidir entre llevar a cabo una operación de LBO. Este determinante puede diferir de acuerdo a las características de la empresa. (Opler y Titman, 1993)

De igual forma, Fox I. y Marcus en su informe titulado “*The causes and consequences of Leveraged Management Buyouts*”, explican que el proceso de LBO ocurre principalmente por la división de intereses entre los administradores y accionistas de la

empresa. Por un lado, se encuentra el interés de los accionistas por incrementar el valor de las acciones de la empresa mientras que, por otro, los administradores tienen mayor interés por conservar el control y estatus dentro de la organización, sin tener en demasiada consideración el valor de las acciones.

Con respecto a los factores que afectan al apalancamiento y al precio, los autores Axelson y Jenkinson (2010) afirman que los mismos pueden ser explicados a través de tres teorías que se mencionan a continuación:

- Teoría del Trade-off: de acuerdo a esta teoría, la estructura de capital de una empresa debe adaptarse a los activos de la misma. Es decir, que las compañías con una rentabilidad estable, un elevado flujo de caja y con activos físicos que sirvan de garantía o colateral deberían estar altamente apalancadas. Estas empresas poseen menores probabilidades de dificultades financieras y utilizan de una mejor manera los escudos fiscales que aquellas cuyos activos son, en su mayoría, activos intangibles y tienen mayores oportunidades de inversión, ya que estas últimas tienen un mayor riesgo (por ejemplo, una start-up en fase de introducción o crecimiento inicial).
- Teoría del Market Timing: esta teoría dice que una de las formas que los fondos de capitales privados tienen para ganar dinero es aumentando el apalancamiento cuando el mercado de crédito sufre una alta actividad. De esta forma, las compras apalancadas tienden a responder más a las condiciones de mercado que a las características de los activos de la empresa. Además, deben estar dispuestas a pagar precios más altos cuando el financiamiento es más barato.
- Teoría de Conflicto de Agencia: al igual que en la teoría de Market-Timing, esta teoría predice que las compras apalancadas estarían más impulsadas por las condiciones del mercado de deuda que por las características de la empresa objetivo, incluso cuando no se dispone de demasiada información de dicho mercado.

2.2.1 Características que deben poseer las empresas objetivo

Considerando el riesgo financiero de las operaciones a través de LBO, la empresa objetivo debería cumplir con una serie de características, entre las que podemos destacar unos beneficios y flujos de caja estables, una cantidad de activos físicos de alta liquidez que sirvan de garantía, potencial de crecimiento o un equipo de gestión sólido.

Aquellas empresas con un alto potencial en flujos de fondos son aptas para realizar operaciones de LBO; asimismo, las empresas que tienen poco gasto en investigación y desarrollo y cuya actividad no está relacionada en la producción de máquinas y equipos resultan también favorables para el proceso de LBO.

Para que se pueda incurrir en una operación de LBO es necesaria una estrategia clara de salida, que debe estar definida en el momento de la adquisición, y que normalmente se acomete con la utilización de múltiplos de salida o “*Exit Multiples*”.

Estas operaciones, asimismo, deben suponer una oportunidad para reducir los costes, y durante el periodo de repago de la deuda por la compra se debe tratar de evitar un aumento de capital social.

Estas son algunas de las características idóneas que debería reunir una empresa a ser adquirida bajo el sistema LBO, de forma que la adquirente asegure el repago de la deuda. Sin embargo, a veces se adquieren empresas por las oportunidades futuras que se perciben de dicha operación, incluso cuando los beneficios no se hayan estabilizado ni haya una cuota de mercado bien definida por parte de la empresa objetivo.

2.2.2 Información requerida

Podemos distinguir en este apartado entre la información requerida por parte del comprador y la que es requerida por parte de los prestamistas.

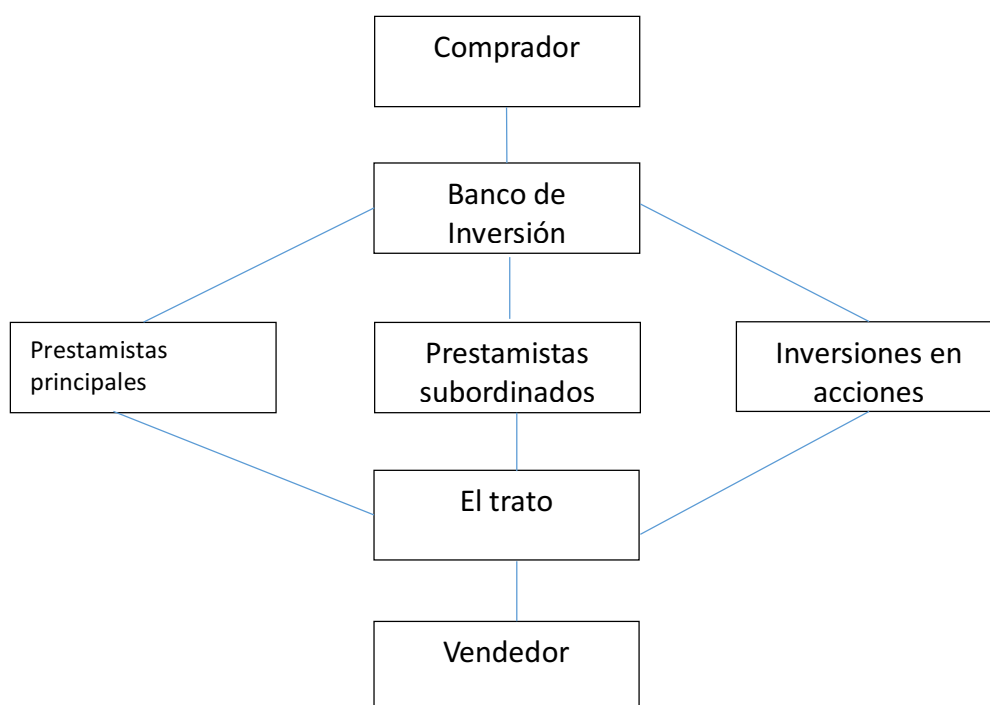
El comprador, a la hora de incurrir en un LBO, requiere algunos elementos como son los flujos de caja futuros con los que se medirá su retorno, información del *management* de la compañía (experiencia, capacidad,...), activos fijos y no dispensables que pudiesen ser vendidos en caso de ser necesario, los ahorros fiscales que generan los intereses de la deuda o la reserva de endeudamiento.

Por su parte, los prestamistas tendrán el derecho a requerir algunos de los mismos elementos que requieren los compradores (flujos de caja, información del *management*), así como otros elementos como son la posición de mercado de la empresa, su comportamiento histórico, las oportunidades de crecimiento que ofrece el sector, localización geográfica y concentración de clientes y proveedores o las posibilidades que ofrece la compañía para reducir sus costes.

2.3 Procedimiento del LBO

De acuerdo a Mascareñas (2000) se distinguen los siguientes pasos a seguir para llevar a cabo una operación de LBO:

1. Se produce la decisión de vender la empresa o parte de ella
2. Los compradores acuden al banco de inversión con el fin de obtener la posibilidad de financiación a través de un LBO
3. Se realiza una valoración de la empresa, utilizando alguna de las técnicas conocidas (DCF, múltiplos, etc). Esto persigue determinar el valor de la firma y la capacidad de repago de la deuda. Se exploran tanto los límites como el valor de liquidación, que actúa como un suelo mínimo de valor (mide lo que recibiría el prestamista si hubiese que liquidar la empresa), los valores de reemplazo y las opciones de abandono.
4. Se determina el precio de compra



Fuente: Mascareña, 2000, p. 166

5. Se determina la inversión que realizarán los compradores, de forma que se involucran en mayor medida en la gestión de la empresa. Los prestamistas pueden o no exigir esta determinación de la inversión.

6. Se emiten acciones de la empresa con objeto de que sean adquiridas por inversores externos, si es que los hay, cuando no haya suficiente financiación con deuda en el mercado.

7. Se acuerda la financiación. Si los flujos de caja futuros son suficientes para atender el servicio de la deuda, con un razonable rango de error, el trato será cerrado.

2.4 Consecuencias producidas por el LBO

De acuerdo a Casillas y De Echagüe (2003), entre las consecuencias que generalmente se producen en las empresas adquiridas mediante LBO se mencionan las siguientes: un alto nivel de endeudamiento (lo que afecta a la estructura del pasivo de la empresa), incremento de los gastos financieros de la empresa, reestructuración del pasivo actual de la empresa (se renegocian los plazos, tipos de deuda, modificación de las garantías, entre otros), cambios en la estructura de activos de la Sociedad (en el caso de activos no estratégicos para el repago de la deuda) y una modificación de la composición accionaria de la empresa (en la mayoría de los casos los compradores de la empresa objetivo son los mismos Directores).

Adicionalmente, Mascareñas (2000) hace especial mención a los cambios que el LBO genera en la estructura de propiedad de las empresas. Por un lado, los ejecutivos de alto nivel pasan a ser accionistas de la empresa, por otro, el especialista en LBO, es decir, el que lleva programado la operación y los propietarios de la financiación se convierten en los principales accionistas así como también en sus principales acreedores.

El control de la empresa post LBO pasa a manos del especialista en LBO y la gerencia pasa a ser responsable ante un grupo mayor de accionistas, entre los que se encuentran el grupo de inversión.

De acuerdo a Mascareñas (2000) p.195 “Cada uno de los tres tipos de accionistas en la empresa post LBO (expertos LBO, inversores institucionales y directivos) tienen un fuerte incentivo para conseguir aumentar el valor de la empresa desarrollando su ventaja competitiva. Su ganancia, es decir, el aumento del valor de la empresa, será materializada volviendo a colocar la empresa en la cotización bursátil mediante la venta de sus acciones a otros inversores.”.

Después de un LBO el equipo directivo se centra en identificar aquellos negocios por los cuales la empresa es competitiva descartando aquellos que no lo sean, teniendo como resultado ingresos que permiten disminuir la amortización de la deuda.

De igual forma, es necesario que la empresa reduzca los costes generales y mejore los flujos de tesorería. Esto se logra corrigiendo los mecanismos de coordinación y comunicación, aumentando la velocidad en la toma de decisiones.

En función a lo mencionado anteriormente, los autores Lichtenberg y Siegel (1990) efectuaron un análisis respecto la variación producida en la composición interna de los empleados tras un proceso de LBO. Si bien existe una opinión generalizada de que después de un proceso de LBO se transfiere riqueza a los inversores provenientes de la regulación de empleo o de la reducción de los salarios de los empleados, existen evidencias empíricas que demuestran lo contrario, puesto que, debido a la búsqueda de incentivos salariales se da una fuerte caída del ratio supervisor/empleado de producción y así el nivel salarial de estos últimos aumenta.

Mientras que, con respecto a los accionistas, tras un LBO experimentan una generación de valor de notable crecimiento en comparación con respecto a los títulos de los anteriores accionistas debido a los cambios producidos al llevar a cabo este procedimiento.

En el caso de los directores, los autores señalan lo siguiente: “dada la gran magnitud de capitales ajenos, el reembolso del principal más el pago de los intereses debe ser la actividad central de los directivos, con el objeto de poder explotar al máximo el potencial de la empresa.”⁵

Otro beneficio entre los accionistas se encuentra en la disminución de los impuestos a la ganancias gracias a la deducción de los intereses de la deuda, la cual cobra especial importancia entre los primeros dos años disminuyéndose luego con la amortización del

⁵ Lichtenberg y Siegel, (1990), pp 6.

pasivo. Otra de las causas por las cuales se da una reducción de impuestos a las ganancias es debido a la revaloración de los activos de la empresa, lo que aumenta los gastos de amortización, que son deducibles de impuestos.

Se puede decir que, tras un LBO, se genera un fuerte incremento en la proporción de acciones poseídas por los directores, que lleva a su vez a una modificación de la estructura de la propiedad y la reducción de los costes de agencia dado que son los directivos de la empresa quienes pasan a ser accionistas de la sociedad. La razón por la que muchos directivos pasan a ser accionistas es porque tienen ventajas al poseer información privilegiada que les permite vislumbrar la futura posición de la organización.

3. Características de los Modelos LBO en España: Banca y Private Equity

3.1 Información general

El negocio del capital riesgo en Europa y su evolución en los últimos años han estado fuertemente asociados al auge de las operaciones a través de LBO. La actividad asociada a este negocio son los denominados *Private Equity*, que, en general, se define por la industria de inversión en títulos a través de un proceso negociador, incluyendo tanto operaciones de Venture Capital (se apoyan pequeños negocios o *start-ups* en etapas muy tempranas) como de *buyout* o LBO. Sin embargo, en la actualidad, en numerosos ámbitos, se restringe el concepto de *Private Equity* a las operaciones de LBO.⁶

La actividad de los fondos de capital riesgo estadounidenses en Europa es considerada como uno de los factores que han influido en la expansión de los LBO en el espacio europeo. Las firmas han mostrado su interés en compañías europeas y han captado financiación en los mercados europeos⁷.

Tanto en Estados Unidos como en Europa y España, algunos bancos especializados entre los que cabe destacar ING, Royal Bank of Scotland, HSBC, BNP Paribas, Deutsche Londres y, en menor medida, JP Morgan y Goldman Sachs, se han constituido en aseguradores de la financiación necesaria para la operación, asesorando a las sociedades de capital riesgo y en su evaluación. En dicho proceso de evaluación intervienen todo tipo de asesores: abogados, especialistas en el sector de que se trate, auditores, etc. Este tipo de operaciones proveen de elevadas comisiones para los bancos participantes.⁸

En el caso de la UE, el apalancamiento de las operaciones de LBO se realiza básicamente, a través de deuda principal y no parece que, en las operaciones de importe

⁶ Véase: Manzano pp. 35

⁷ Véase Manzano pp. 39

⁸ Véase Manzano pp. 42

superior, exista un porcentaje mayor de deuda subordinada. Para el año 2006, la deuda subordinada representaba, en promedio, el 11% de la deuda principal mantenida en la cartera de los bancos europeos y en torno a un 20% en el caso de las filiales de los bancos no europeos que operaban en Londres.⁹

3.2 Crecimiento y evolución en España

En España, el sector de capital de riesgo ha tenido un importante crecimiento desde los años setenta, aunque es en el año 2005 cuando se da su mayor impulso. Una de las causas de este impulso mencionado fue la aprobación del nuevo marco legal de las sociedades de capital de riesgo y las sociedades gestoras, Ley 25/2005, con lo que se logra flexibilizar el funcionamiento de las entidades y el mantenimiento de un régimen fiscal favorable, como la plusvalía por venta de participaciones exentas en un 99% mientras que los dividendos obtenidos no tributan.¹⁰

Otra causa fue la actividad de fondos paneuropeos, los cuales dieron impulso a las operaciones LBO. De esta forma, los fondos de capital riesgo realizaron una inversión algo superior a los 4 millones de euros, frente a los 2 millones de inversión en el año anterior, en general debido a la concentración de las mayores operaciones de capital riesgo llevadas a cabo en España hasta el momento. De igual forma, en el 2006, esta actividad fue también significativa, realizándose una inversión de 4,8 millones de euros, siendo un 55,4% de esta inversión llevada a cabo, según datos de la ASCRI (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión), con algún tipo de apalancamiento.¹¹

Cabe destacar que, de acuerdo con los datos proporcionados por algunas de las grandes entidades bancarias españolas, para junio de 2006 la deuda de las operaciones de LBO en las que habían participado suponía, en promedio, entre dos y siete veces el ratio de

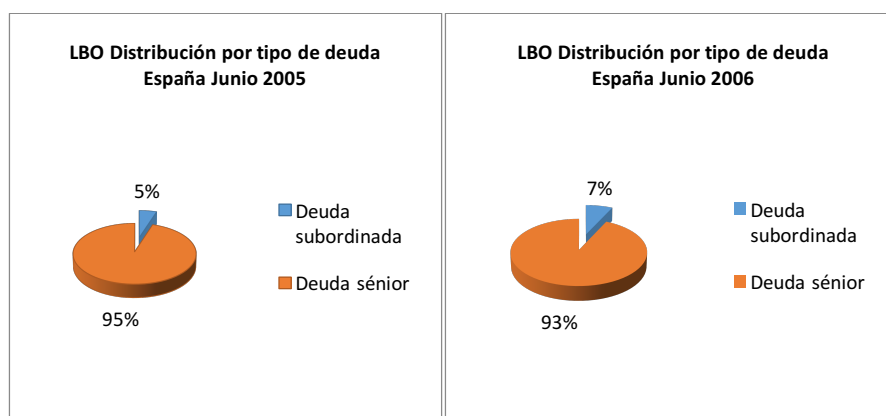
⁹ Ibid. pp. 44

¹⁰ Ibid. pp. 45

¹¹ Véase Manzano pp.45

rentabilidad EBITDA de las empresas objetivo. Por otro lado, el precio de dichas operaciones representaba en promedio, entre cuatro y doce veces dicho indicador de rentabilidad.¹²

Gráfico 1



Fuente: Banco de España

Como puede apreciarse en el gráfico 1, la mayor de parte de la deuda asumida por las entidades españolas encuestadas en las operaciones de LBO es de deuda principal, y representa más del 90%. No obstante, en los años 2005 y 2006 parece haberse registrado un aumento del peso del tramo de deuda subordinada, de peor calidad crediticia que la deuda sénior, siguiendo la tendencia que se había registrado en estas mismas operaciones en el ámbito internacional¹³.

En términos generales, las entidades españolas contemplan las operaciones de LBO como bastante arriesgadas, dado el grado de apalancamiento de las mismas. De hecho, a efectos de la dotación de capital no se considera que estas operaciones estén colateralizadas. Las entidades se hacen eco, al igual que las entidades bancarias internacionales, de la fuerte competencia que tiene lugar en este mercado.

¹² Ibid. pp. 46

¹³ Véase Manzano. pp. 46

Sin embargo, según datos de algunas de las principales entidades bancarias españolas, los riesgos asociados a las operaciones de LBO no eran significativos, hasta junio de 2006, ni en relación con su actividad ni en relación con los beneficios generados.

Al considerar la situación de los riesgos asumidos por las entidades bancarias en estas operaciones, se debe tener en cuenta:¹⁴

1. Las entidades bancarias transfieren una buena parte del riesgo asumido directamente en cada operación a otros agentes.
2. El riesgo asumido proviene no solo de su participación directa en las operaciones de LBO, sino también de su relación como *prime brokers* o proveedores de financiación con otros agentes financieros que asumen riesgos derivados de estas operaciones, ya sea directamente, o bien a través de las propias entidades bancarias que les transfieren sus riesgos.

En este sentido, se puede decir que las entidades bancarias que participan toman riesgos inferiores a los que finalmente acaban siendo expuestas, tras haber transferido parte de ese riesgo a otros agentes. Este es el caso de las entidades que se comprometen a proporcionar un determinado volumen de financiación y organizan la sindicación de los préstamos o su transferencia a otros agentes financieros. En caso de sindicación, existen dos tipos de modelos: i) los bancos se comprometen a proporcionar financiación por un importe determinado y sindicán la operación, comprometiéndose a financiar lo que no sean capaces de syndicar, y ii) los bancos solo se comprometen a syndicar el préstamo, sin hacerse responsables de lo que no puedan syndicar. En cualquier de los dos casos, existen retrasos de cierta importancia en la transferencia de la deuda hacia el resto de los participantes en el mercado, que, en caso de un cambio brusco, podrían originar problemas en algunas entidades, que se verían abocadas a mantener un riesgo mayor que el previsto¹⁵.

¹⁴ *Ibid* pp. 48

¹⁵ Véase Manzano. pp. 49

Por otro lado, la primera mitad del año 2011 fue positiva y esperanzadora para el sector de capital riesgo en España, que afianzó su recuperación de forma progresiva. En el primer semestre, el volumen de inversión en equity sumó €1.800M, un 164% más que en 2010 (€680M) y un 227% por encima de 2009 (€550M). Volviendo así a los niveles observados en el 2007 (€1.900M), un ejercicio histórico para esta industria. Como principales motores del crecimiento se destacaron grandes compras apalancadas y “*secondaries buyouts*” o adquisiciones apalancadas secundarias protagonizados, en su mayoría, por fondos internacionales como CVC, Blackstone, Axa PE y Permira, que siguen tomando posiciones en España.

Entre los aspectos, que marcaron la actividad de capital riesgo en España durante el primer semestre de 2010 destacan los siguientes¹⁶:

- Inversión en ascenso, reafirmando la recuperación iniciada en 2010 y dejando atrás dos años de caída en la actividad (2008 y 2009).
- España sigue en el punto de mira de fondos internacionales en fase de *catch out* que realizan una selección rigurosa de sus empresas objetivo, por las que están dispuestos a pagar precios razonables.
- Aumenta el tamaño de los negocios y se reafirma la vuelta de los grandes *buyouts*, ya iniciada en el segundo semestre de 2010.
- La existencia de financiación sin cambios significativos, condicionada por la alta aversión al riesgo de las entidades financieras. La banca internacional impulsó significativamente la financiación de operaciones apalancadas en España. Los ratios de apalancamiento fueron menos agresivos y los “*covenants*” (indicadores que establecen la manera en que los prestatarios pueden manejarse), más conservadores. En muchas operaciones, parte del precio fue diferido.
- El creciente papel de los bonos corporativos (*high yield*) en la financiación de grandes *buyouts*, combinados con préstamos sindicados, con lo que se cubrió parte del vacío que dejaron los bancos en el mercado de crédito. Se trató de un

¹⁶ Véase: Puntos de vista Informe Capital & Corporate. (Julio, 2011) *Informe Semestral Capital Riesgo en España*

fenómeno incipiente en el mercado europeo que había sido frecuente en el americano desde hace años. Pese a ser algo más caros, permitieron dividendos, sin *covenants* de mantenimiento ni amortizaciones del principal. Los *buyouts* relativamente pequeños podían hacerse con un club de unos cinco bancos y sindicación bancaria limitada.

- Negociaciones y plazos más largos de los negocios ante las dificultades de financiación, la distinta percepción de las expectativas de precio entre comprador y vendedor y la percepción del riesgo con respecto a la economía española.
- Una selección más rigurosa de empresas objetivo, con perfiles defensivos, balances saludables y negocios bien diversificados que, al mismo tiempo, presentaran potencial de crecimiento. Empresas con bajos niveles de deuda y/o acceso a mercados internacionales se lograron financiar con éxito y, en ocasiones, en términos relativamente atractivos.
- Distinta percepción del *deal flow*: Mientras los grandes fondos de *buyouts* reconocen la aparición de nuevos vendedores como grandes corporaciones o *players* financieros, los *players* del *middle market* hablan de un estrechamiento, que repercute en más tiempo y trabajo para poder ejecutar menos operaciones.

España, en el año 2011, sigue siendo el centro de atención de fondos internacionales en fase de *catch out*, siendo los sectores más activos el de telecomunicaciones y software (IT/Telecom/Internet) con un total de 51 operaciones, de las cuales 46 fueron inversiones y 5 desinversiones.

En términos generales, se observó una mayor atracción por negocios defensivos, que, por su propia naturaleza, se encuentran menos impactados por la crisis económica. Los fondos de capital riesgo evitan empresas ligadas al consumo interno y a la construcción, la preferencia se centra en compañías con cierta estabilidad, bajos niveles de deuda, acceso a mercados de capital internacionales y que, al mismo tiempo, tengan potencial de crecimiento. Por otro lado, el capital riesgo internacional mostró interés por entrar en

el capital de nuevos grupos bancarios como Mare Nostrum o Banca Cívica, mientras los fondos españoles trataron de detectar oportunidades en las carteras industriales de empresas no cotizadas de las cajas de ahorros y en desinversiones de activos no estratégicos de grandes compañías.

3.3 Implicaciones para la estabilidad financiera

Con respecto a la estabilidad de las operaciones a través de LBO en España se puede decir lo siguiente:

1. Las implicaciones para la estabilidad financiera de la financiación de las operaciones de LBO en España no difieren, en gran medida, de las que se derivan de la expansión de cualquier otro tipo de financiación susceptible de ser transferida a través de los mercados de derivados de crédito.
2. Se requiere del seguimiento de «buenas prácticas» y la existencia de sistemas de control de riesgos apropiados por parte de todos los intermediarios financieros, y no solo de los bancarios.
3. De acuerdo al grado de transparencia en la definición, en el funcionamiento y en los riesgos implícitos de los instrumentos financieros es fundamental no solo para la protección al inversor, sino también para una correcta evaluación de sus implicaciones para la estabilidad financiera de los sistemas financieros.

4. Análisis descriptivo de los LBO en España

Los inicios del mercado de capital riesgo, como industria profesionalizada, tienen lugar en España en 1972. Pero no es hasta el año 2003 cuando las adquisiciones apalancadas típicas del Private Equity comienzan a tener importancia y participación en este mercado.

Todo comienza a partir de la operación de *management buy-in* que realizó la compañía de capital riesgo americana Advent Internacional sobre la compañía de Parques Reunidos, que se dio lugar en el año 2003. Es en este momento cuando las adquisiciones apalancadas toman protagonismo en España.

Desde ese momento, tuvo lugar un fuerte crecimiento en volumen por el cierre de operaciones de adquisición de empresas de gran tamaño, algunas cotizadas, utilizándose grandes cantidades de deuda para su adquisición.

Es así como, en el periodo que va desde 2004 al 2007, el volumen de operaciones apalancadas se impulsó vertiginosamente, no solo a nivel cuantitativo (el volumen de operaciones se incrementó en grandes porcentajes), sino también cualitativamente (la sofisticación de las operaciones alcanzó cotas inimaginables en tiempos pasados), destacándose para ese momento las exclusiones de cotización en empresas como Recoletos, Cortefiel, Amadeus o Telepizza o la notoria participación de casas de capital riesgo en la venta de Auna.

Al mismo tiempo, en dicho periodo, se desarrolló un mercado activo de operaciones del llamado *mid-market* entre las que destacaron las adquisiciones apalancadas de Bodybell y Juteco por parte de N+1, y de Menorquin Yachts y Gasmedi por Mercapital.

De igual manera, como se ha mencionado previamente, en esta época se lleva a cabo la reforma en el marco legal del capital riesgo con la aprobación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

Dicha reforma buscaba promover la agilización del régimen administrativo de las entidades de capital riesgo, la flexibilización de las reglas de inversión y la introducción de figuras de la operativa aceptada en la práctica de la industria del capital riesgo de los países más avanzados; así mismo, se acomete una importante racionalización de las competencias en la materia, atribuyendo a la CNMV, como supervisor del capital riesgo, el grueso de las competencias de autorización que se contienen en la norma.

Esta reforma también busca aportar flexibilidad a la actividad mediante la introducción de figuras financieras que son comunes en la práctica de los países del entorno y que estaban limitadas por la anterior regulación.

Por otro lado, desde agosto de 2007 la economía española pasó de un periodo de estabilización y crecimiento a sufrir una fuerte desaceleración llegando hasta la recesión en algunos momentos, debido, entre otras causas, a la crisis consecuencia de las hipotecas americanas *subprime*, así como al vaticinado “pinchazo de la burbuja inmobiliaria” y a la crisis de la deuda soberana.

Estas circunstancias generaron un clima de desconfianza en los mercados financieros que no solo han llevado a varias crisis bursátiles sino que además provocaron que las entidades financieras restringieran la concesión de préstamos y créditos. Esto dificultó las compra-ventas apalancadas, ya que, aproximadamente el 75% de estas operaciones eran financiadas con deuda.

Esto último incidió fuertemente en el volumen de las operaciones, obligando a las entidades de Private Equity a financiar las operaciones con más fondos propios y una menor financiación ajena¹⁷.

Por su parte, Martí Pellón destaca en su informe del año 2008 que los efectos de la crisis financiera se manifestaron con una caída del 66,4% del importe de las

¹⁷ Véase: Martí Pellón, J., (2009), pp. 3

adquisiciones con apalancamiento (*buyouts*) registradas en España en 2008, alcanzando un total de €2.268 millones. Este retroceso implicó alcanzar el menor valor desde 2003.

Esta importante caída en el número de transacciones, desde 50 en 2007 hasta un total de 32 en 2008, es reflejo de la dificultad de cerrar operaciones de volumen importante ante la situación de restricción de crédito. Esto conllevó a la caída del importe medio de las transacciones de €135 millones en 2007 a €71 millones en 2008.¹⁸

Asimismo, en el año 2009, el sistema productivo acusó significativamente el impacto de la crisis financiera. Las operaciones de adquisición apalancada (*buyouts*) experimentaron una nueva caída desde los €2.268 millones en 2008 hasta los €978 millones de 2009¹⁹.

Es para el año 2010 cuando se logra la recuperación del volumen de las operaciones de capital de riesgo, con un importante protagonismo casi exclusivo de entidades de capital riesgo internacionales, las cuales se reflejaron inmediatamente en las operaciones de adquisición apalancada (*buyouts*).

En este año se produce la recuperación de las cifras observadas casi hasta los niveles de 2008, contabilizándose transacciones por €2.184 millones, por encima del mínimo de €978 millones de 2009, pero muy lejos del máximo de €9.502 millones alcanzado en 2005.

Es importante destacar, que, a pesar de las notorias dificultades presentadas, el sector no se paralizó por completo. De hecho, se llevaron a cabo interesantes operaciones como la adquisición de Embutidos Palacios por ProA Capital para el año 2008, la de Generis por Magnum Capital en el año 2009, la de eDreams por Permira en el año 2010, las adquisiciones del Grupo Mivisa por Blackstone y la de Capiro Sanidad por CVC en el año 2011.

¹⁸ Véase: Martí Pellón, (2009), pp. 4

¹⁹ *Ibíd.*, pp. 1

A pesar de la situación general de la economía, las operaciones de adquisición de empresas protagonizadas por directivos con o sin participación de entidades de capital riesgo, experimentaron un notable incremento en España en 2011.

El año 2012 solo presentó un único *buyout* de gran tamaño, protagonizado por Advent International en Maxam, que ya había sido acordado en 2011.

En relación con los tamaños de las transacciones, las adquisiciones de Capiro y MIVISA se situaron en el entorno de los €900 millones cada una. En MBNA y Telecable se desembolsaron €400 millones, mientras que en Panasa y en Saba Infraestructuras se superaron o igualaron los €300 millones. En 2010 la mayor operación se acercó a los €700 millones, superando otras cinco los €100 millones.

Mientras, la categoría de MBO creció en 2011, registrándose 11 operaciones, frente a las 10 materializadas en 2010. Como contrapunto, se observó un incremento de las operaciones protagonizadas por equipos directivos ajenos a la empresa adquirida, denominadas *Management Buy-in* (MBI), que pasaron de una a cinco en el año 2011.

El valor medio de las transacciones en los MBOs aumentó significativamente de €19,7 millones en 2010 a €47,2 millones en 2011.

Desde esta perspectiva, se registraron 30 operaciones en las que la gestión de las empresas adquiridas fue asumida por equipos directivos ajenos a la empresa y 13 operaciones en las cuales lo fue por el propio equipo directivo de la empresa.

Si se detalla el número de operaciones por extensión geográfica, se observa que en Cataluña se cerraron 17 *buyouts* en 2011, lo que supone su mayor registro desde el año 2003 ampliando la diferencia con la Comunidad de Madrid, en la que se llevaron a cabo 11 transacciones. Un año antes, en Cataluña y en Madrid se realizaron 11 y 10 operaciones, respectivamente.

Por otro lado, en Navarra y la Comunidad Valenciana, se registraron tres operaciones, y en el resto de las Comunidades se contabilizó como máximo una transacción.

Para el año 2013, el volumen de inversión para Private Equity disminuyó un 8% con respecto al 2012 hasta un total de €2.147 M. Casi las tres cuartas partes de las inversiones de este año provinieron de fondos internacionales, y los *buyouts* recibieron el 52% del volumen total invertido (€1.124,2 M.)²⁰

En términos generales, la financiación de los Private Equity presentaron un impacto positivo en sus empresas, generando un crecimiento hasta 2015 para su grupo de participadas de: 27.000 empleos (29,9% crecimiento agregado), 2.708 millones de euros en ventas (22,4% crecimiento agregado), 258 millones de euros de EBITDA (19,7% crecimiento agregado), y 2.236 millones de euros en activos totales (11,6% crecimiento agregado).²¹

Con respecto al año 2017, los Private Equity obtuvieron buenos niveles de actividad en todas sus variables como: inversión, en donde presentó récord histórico, desinversión y captación de fondos. De acuerdo a las estimaciones de Capital & Corporate, el sector marcó su mejor registro de inversión en la historia de la industria en España con €4.930M invertidos, lo que representó una subida del 59% respecto a 2016 (€3.100M) y del 67% frente a 2015 (€2.960M), lo cual marca una fase de crecimiento en lo que respecta a las Private Equity.

Estas cifras se fundamentan, sobre todo, en la reactivación de los *megadeals* u operaciones con elevadas cantidades de capital y en la buena actividad de los fondos internacionales, que mantuvieron su apuesta por España al sostener el 75% de la inversión (€3.690M). En C&C se analizaron 2 *megadeals* (Allfunds Bank -por Hellman & Friedman y GIC- y CLH -por CVC-) que superaron los €1.000M de *deal value* o

²⁰ Véase: El Private Equity en España 2014. Edición Castellano., pp 4

²¹ Véase: Informe (2018) Impacto Económico y Social del Capital Privado en las Operaciones de Middle Market En España. ASCRI., pp. 12

valor de la transacción. El 63% del volumen invertido se centró en 11 operaciones que rebasaron el umbral de los €100M de *equity*: Accelya (€650M de *deal value*), Esmalglass (€605M), Pronovias (€553M), Sapec (€456M), Iberchem (405M), Cortefiel (€358M), Pachá (€350M), NACE Schools (€350M) y Vitalia Home (€250M). Esta reactivación de los *megadeals* y el incremento en el número de grandes operaciones permitieron que en el 2017 un total de 18 inversiones superaran o alcanzaran los €100M de *deal value*.

Los *buyouts* siguen destacando claramente por volumen, con un 68% de la inversión total para el 2017 (€3.331M). El exceso de liquidez existente y el mejor acceso a financiación impulsaron las operaciones apalancadas, que crecieron tanto en volumen (+2%) como en número (56 *buyouts* frente a 47 de 2016). Las otras dos variables que actúan como termómetros del sector (desinversiones y *fundraising*) también mostraron un buen ritmo. La captación de nuevos fondos se suavizó hasta alcanzar los €1.861M y las desinversiones se normalizaron tras dos años récord.²²

Al mostrar el desglose de la inversión, la primera posición la ocupa el sector financiero (con unos €800M de *equity*), concentrada en una gran operación, Allfunds Bank. El año 2016, este negocio ocupó la cuarta posición y, en 2017, sube a la primera.²³

La firma C&C contabilizó 56 LBOs que concentraban más de €3.331M de inversión, un 68% del volumen total (+2%). En 2017, las compras apalancadas ocuparon 9 de las 10 primeras inversiones por *equity*, con una única excepción, la entrada de CVC en CLHm. Nuevamente el exceso de liquidez existente en el mercado y el mejor acceso a financiación dieron un fuerte impulso a los *buyouts*, que crecieron un 63% en volumen frente a 2016 (€2.040M) y un 19% en número (47 LBOs).

Para el 2017 juegan a favor de los LBOs varios factores como la abundante liquidez y acceso a crédito, el apetito inversor y el complemento de la financiación alternativa, que

²² Véase: Puntos de Vista Informe Capital & Corporate (Febrero, 2018), pp.47

²³ *Ibíd.*, pp. 54

permitió crear estructuras más sofisticadas y flexibles. Aunque para ese momento el mercado español seguía muy bancarizado, el “*direct lending*” (forma de financiación de empresas sin intermediarios en forma de entidades financieras) facilitó que las compañías de Private Equity optimizaran sus estructuras de financiación, con fórmulas más flexibles y complejas, aumentando sus retornos y su capacidad competitiva en los procesos. La tendencia es que en la misma estructura y operación, se vayan superponiendo varios instrumentos de financiación, para que, así, los fondos busquen niveles de endeudamiento más altos.²⁴

Las operaciones de LBO presentes en España siguen divididas entre los “*small & mid caps*”, operaciones donde la deuda es inferior a €150-200M y los “*big large caps*”, es decir, aquellas transacciones en donde la deuda supera los €200M.

Por otro lado, la actividad desinversora mantuvo su buen ritmo tras los registros récord de 2014 y 2015 y las buenas cifras de 2016. Este dinamismo se debió, sobre todo, como ya se ha mencionado previamente, a la abundante liquidez y a las valoraciones al alza de las compañías que, en general, se mostraron más atractivas. Durante los últimos tres ejercicios, los fondos han acelerado la rotación de sus carteras y se vendieron muy bien, dando salida a compañías que llevaban, en algunos casos, mucho tiempo en el *portfolio*.

De acuerdo a ASCRI, el volumen de estas desinversiones se estimó en 2017 en unos €3.478M (a precio de coste), mientras que el reconocimiento de minusvalías se redujo hasta €166M, marcando el segundo mejor dato de la historia. Si a la inversión a precio de coste se le agregan las plusvalías, la conclusión, según los expertos del sector, es que el inversor en Private Equity en España está recuperando, en términos generales, más capital del invertido.²⁵

²⁴ Véase Ibid pp. 64

²⁵ Véase Ibid 68

5. Presentación de casos de adquirentes a través de operaciones de LBO

En esta sección se presentarán tres casos reales de adquisiciones desarrolladas a través de LBO que darán pie a la interpretación teórica en la aplicación de los mismos.

Las operaciones a considerar serán la adquisición de MIVISA por parte de CVC Capital Partners (2005-2010) y su posterior venta a Dinamia Capital Privado, N+1 Private Equity Fund II y otros (2011), el caso de EYSA Estacionamientos y Servicios S.A. y por último el caso de PROBOS, ambas empresas adquiridas por Dinamia Capital Privado y N+1 Private Equity Fund II en el 2011 y 2013 respectivamente.

Estas adquisiciones son significativas en nuestro trabajo puesto que se trata de compañías en unos sectores específicos y con potencial de crecimiento, que pueden servir de referencia.

MIVISA

MIVISA es el mayor productor de envases para alimentos en la Península Ibérica y Marruecos, con una facturación de 555 millones de euros y un EBITDA de 133 millones. El fabricante español, especializado en segmentos de envasados para vegetales, frutas, pescado y carne, cuenta con diez plantas industriales repartidas en España, Marruecos, Hungría, Benelux (unión aduanera entre Bélgica, Países Bajos y Luxemburgo) y Perú.

La empresa, que emplea a 2.176 personas, se encuentra ultimando la apertura de otra fábrica en Ghana y prevé instalarse en Francia el próximo año.

CVC Capital Partners (CVC) es uno de los mayores Private Equity del mundo, cuenta con más de 300 inversores institucionales y con un historial de operaciones de más de 71.000 millones de dólares invertidos en Private Equity desde sus inicios en 1981.

CVC adquirió MIVISA en 2004 por 527,5 millones de euros a otras sociedades de capital riesgo, PAI Partners y Suala Capital (entonces presidida por Ana Patricia Botín). PAI Partners y Suala habían comprado la empresa de envases a la familia propietaria en el año 2001, por 213 millones.

Las empresas Blackstone y N+1 se hicieron con MIVISA a principios de 2011 en una operación valorada en 900 millones de euros. N+1 se hizo con el 10,4% de MIVISA (el 2,6% lo compró Dinamia y el resto hasta el 10,4% un fondo de N+1, N+1 Private Equity Fund II), el equipo directivo con algo menos del 1%, y Blackstone con el resto. Estas sociedades acordaron la compra con CVC Capital Partners, propietaria de los derechos de la Fórmula 1 y que participa en el capital de compañías españolas como Abertis, Cortefiel o IDC Salud (antigua Capiro).

EYSA

EYSA es una de las compañías líderes en el sector de aparcamientos en España. Con una facturación superior a los 60 millones de euros, EYSA gestiona actualmente más de 128.000 plazas de aparcamiento en más de 60 ciudades.

Su principal actividad es la gestión, explotación y mantenimiento de estacionamientos regulados en superficie (*“on-street”* / ORA), actividad que representa más del 80% de su volumen de negocio.

Asimismo, la compañía también gestiona aparcamientos en estructura (*“off-street”*), servicios municipales de grúa y depósito de vehículos, así como otras soluciones de movilidad en las ciudades. EYSA, con una cuota del mercado de 25%, es el operador líder en el segmento de la ORA en España.

EYSA fue adquirida en 2011 por los fondos N+1 y Dinamia, por un precio de 88,2 millones, y vendida en 2015 al fondo Portobello Capital.

PROBOS

Probos, fundada en 1977, es el tercer fabricante mundial de cantos plásticos encolados para la industria del mueble. Sus productos se fabrican a partir de PVC, ABS o PP, que tras un proceso de extrusión mediante tecnología propia, se convierten en cantos plásticos.

El grupo distribuye sus productos bajo la marca Proadec en más de cincuenta países a través una red de distribución propia y acuerdos comerciales con terceros. En 2013, cerca del 90% de sus ventas se realizaron fuera de la Península Ibérica.

La compañía cuenta con un fuerte posicionamiento en países emergentes como Brasil, México, Colombia o Rusia, que han sido el principal motor del crecimiento del grupo en estos últimos años. En la actualidad, cerca del 50% ventas se realizaron en Latinoamérica.

Sus instalaciones productivas están situadas en Mindelo (Portugal) y en Curitiba (Brasil). Probos también cuenta con presencia comercial directa en México (donde adquirió a su distribuidor mexicano Chapacinta), Reino Unido y Alemania.

5.1 Características de la empresa objetivo

Con respecto a MIVISA, presenta como características principales ser la empresa líder en su sector, con un gran potencial de crecimiento, y que posee unos flujos de caja estables y un equipo de gestión sólido y bien valorado. Con respecto a esto último, CVC decidió mantener al consejero delegado de MIVISA junto con su equipo directivo. Su principal objetivo era lograr la expansión internacional de MIVISA para así seguir creciendo, tanto de forma autónoma como mediante futuras adquisiciones. También se observó una gran oportunidad para reducir costes, en la fase de gestión de la compañía. Por lo tanto, consideraban que MIVISA claramente cumplía con todos los requisitos para ser el candidato perfecto para una operación de LBO.

Con respecto a EYSA, se observa que esta empresa también se muestra como una empresa líder en el sector de mercado de aparcamientos. Cabe destacar que el mismo se subdivide en dos segmentos con características bien diferenciadas. Por un lado los aparcamientos en estructura, ya sean de rotación, abonados o residentes y en segundo lugar el segmento de estacionamiento regulado en superficie.

De acuerdo a la consultora DBK, la facturación agregada de este sector descendió en 2012 un 1,2% hasta los 810 millones de Euros.

El segmento en estructura tuvo una facturación agregada de 575 millones de euros en 2012, mostrando una caída del 3,4% en comparación con 2011.

El segmento de los aparcamientos en superficie continúa siendo el principal impulsor del crecimiento del sector en los últimos diez años, cerrando en el 2012 con unas ventas de 235 millones de Euros, experimentando un crecimiento del 4,4% en 2012 gracias a la actualización de tarifas y la creación de nuevas plazas en municipios medianos y pequeños.

En el caso de PROBOS se observa que la compañía pertenece a un sector bien estructurado con un panorama competitivo estable y márgenes atractivos, y también hay que tener en cuenta que es un sector con elevadas barreras de entrada (tecnología propietaria, coste de cambio para los clientes y distribuidores, necesidad de contar con un catálogo amplio de referencias, etc).

Es una Compañía netamente exportadora, con una posición de liderazgo en países emergentes como Brasil, México, Colombia o Rusia y de gran potencial de crecimiento. Posee dos plantas productivas diseñadas con tecnología propia, operadas con altos niveles de eficiencia.

Analizando los tres casos objeto de estudio, se puede establecer que de los distintos requisitos que fueron expuestos teóricamente y que debe tener un buen candidato a una operación de este tipo, los más relevantes serán los relativos a ser un líder en su sector, con un gran potencial de crecimiento y con una oportunidad de reducir costes y/o mejorar la eficiencia de la compañía. De igual forma, en la práctica se observa como no siempre es necesario que las empresas adquiridas cumplan con todos y cada uno de los requisitos mencionados a nivel teórico, dado que si la empresa en estudio deja de cumplir con alguno de estos pero es sólida en los demás, podría igualmente ser considerado como un buen candidato.

5.2 Tipo de LBO presente en la operación

En el caso de MIVISA se produjo una combinación de MBO y MBI, al mantener al consejero delegado, Tomás López, a la vez que se introdujo a un nuevo presidente ejecutivo, Santiago Ramírez. De esta forma, CVC se beneficiaría no solo de las ventajas de tener a una persona que conoce muy bien la empresa, sino también de las ventajas intrínsecas de la experiencia de profesionales que han trabajado en operaciones similares en otras compañías.

Continuando con MIVISA y su adquisición por parte de Dinamia Capital Privado, N+1 Private Equity Fund II y otros (2011), se llevó a cabo una operación de tipo MBO. En este caso, parte de su equipo directivo pasan a ser accionistas de la empresa a la vez que mantienen su posición como directivos.

Otros aspectos importantes a la hora de considerar la adquisición de MIVISA son los siguientes: un mercado resistente a cambios de ciclo, ya que el mismo no se correlaciona con los ciclos del PIB y ha demostrado ser resistente al entorno aun en presencia de crisis económica, su modelo de fabricación, el cual reduce los gastos de logística y confiere importantes beneficios a través de la presencia de economías de escala, la considerable conversión de EBITDA en caja debido a la eficiencia operativa de la compañía y las bajas necesidades de Capex y las oportunidades de crecimiento,

sobre todo en nuevos mercados a través de la exportación desde fábricas ya existentes y la apertura de pequeñas plantas de ensamblaje (modelo ya probado en Marruecos, Hungría y Holanda).

En cuanto a EYSA, la operación fue concretada a través de un LBO al tratarse de un sector con buena visibilidad de los ingresos y perspectivas de crecimiento para los próximos años. También se tuvieron en cuenta el posicionamiento de la compañía EYSA en el segmento de estacionamientos regulados en superficie, siendo uno de los dos únicos operadores con presencia nacional, y las posibilidades de crecimiento orgánico e inorgánico en los segmentos de ORA, de aparcamientos en estructura y de otros servicios relacionados con la movilidad en las ciudades, en España e internacionalmente.

En el caso particular de PROBOS, al poseer la compañía una posición de liderazgo en el mercado (tercer fabricante mundial de cantos plásticos encolados para la industria del mueble) y contar con una sólida propuesta de valor basada en (i) capacidad de adaptación a los diseños de los fabricantes, (ii) calidad del servicio gracias a su capacidad de respuesta y (iii) estrecha relación con sus principales clientes (directos y distribuidores), la operación se llevó a través de MBO. Otro aspecto de especial interés en este caso concreto, es que cuenta con un equipo directivo con amplio conocimiento de la compañía y del sector en el que opera.

5.3 Información Financiera

MIVISA

Se ha analizado el periodo comprendido entre los años 2010 y 2012. A pesar de ser el año 2012 un año complicado para el desarrollo financiero en España, MIVISA demostró la resistencia de su negocio a los ciclos económicos, y la compañía incrementó sus ingresos manteniendo sus niveles de márgenes y redujo su nivel de apalancamiento en 0,4x EBITDA.

Con respecto a los ingresos de MIVISA, los mismos aumentaron por encima del 7% en el mercado doméstico, lo que demuestra la solidez de la compañía al tratarse de un mercado difícil.

Cuadro 1

Perdidas y Ganancias	2010	2011	2012
Ingresos de Explotación	512,5	562,8	569,2
EBITDA	124,1	137,4	137,1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Informe de DINAMIA (2013)

En lo que respecta a la evolución del balance de situación, se observa que el valor de los activos totales se incrementó del 2010 al 2011, año de su adquisición, presentando una ligera caída para el 2012 la cual no incidió de manera negativa en el desarrollo de la compañía. De igual forma, se observa que los fondos propios, es decir, el patrimonio neto de la compañía, presentó un incremento del periodo que va del 2010 al 2011, salvo una ligera disminución del 1,4% para el 2012. De igual forma, la deuda financiera neta fue en ascenso desde el año 2010 al 2012, tomando en consideración que fue en el año 2011 que se llevó a cabo la adquisición de la compañía través de apalancamiento financiero.

Cuadro 2

Balance de situación	2010	2011	2012
Activos totales	786,1	1070,3	1056
Fondos propios	239,01	337,5	332,7
Deuda financiera neta	333,1	580,7	524,2

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Informe de DINAMIA (2013)

Con respecto a márgenes y generación de caja, MIVISA, en el ejercicio de 2012, ha mantenido estables los márgenes y ha convertido un porcentaje significativo de EBITDA en caja, logrando con esto disminuir su nivel de apalancamiento en 0,4x EBITDA.

El método de valoración empleado para el momento de la adquisición de MIVISA fue a través de múltiplos de compra (en este caso de 7,2 veces EV/EBITDA). El múltiplo de comparables en 2012 fue de 8,4x, y ofreció una valoración de la participación de DINAMIA de 12.930 miles de euros.

EYSA

En este caso se analizará la información en el periodo comprendido entre 2011 y 2014. EYSA cerró el 2012 con una facturación de 62 millones de euros, lo que implica un crecimiento de 3,5% respecto al 2011. La facturación de EYSA en 2014 se incrementó un 22% con respecto al mismo periodo de 2013 como consecuencia del impacto anualizado de la adquisición de SCI (operador de referencia en el mercado de gestión de sanciones y otros tributos para ayuntamientos) en el mes de septiembre. El crecimiento de la compañía en el año, sin tener en cuenta la adquisición mencionada, habría sido del 4%.

Cuadro 3

Perdidas y Ganancias	2011	2012	2013	2014
Ingresos de Explotación	59.900	63.063	63.194	77.368
EBITDA	122.879	123.570	128.266	133.682

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Informe de DINAMIA (2014)

Con respecto al balance de situación y desde el punto de vista de la deuda, EYSA completó la emisión del mayor bono MARF (Mercado Alternativo de la Renta Fija) hasta la fecha por un importe de 75 millones de euros. La operación se firmó y

desembolsó en el mes de julio y permitió refinanciar el balance y repartir un dividendo de 27 millones de euros. Como consecuencia de dicho dividendo, Dinamia recuperó 6,7 millones de euros.

Cuadro 4

Balance de situación	2011	2012	2013	2014
Activos totales	163.057	158.856	155.130	158.184
Fondos propios	52.032	56.047	62.190	37.399
Deuda financiera neta	61.458	50.475	38.964	63.390

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Informe de DINAMIA (2014)

La adquisición de EYSA se llevó a cabo en Diciembre del 2011, y el método de valoración empleado fue el de múltiplo de compra (7 veces EV/EBITDA).

Utilizando el método de operaciones comparables de 10,9x, se obtiene una valoración de la participación de DINAMIA de 17.080 miles de euros.

PROBOS

El periodo de estudio en este caso se da entre los ejercicios 2012 y 2014. Durante 2014, los ingresos de PROBOS experimentaron un crecimiento de un 5% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, alcanzando los 65,6 millones de euros. El crecimiento ha venido impulsado por el buen comportamiento de los países emergentes y por la buena evolución del mercado ibérico.

En 2014, el EBITDA alcanzó los 11,8 millones de euros y mantuvieron la tendencia al alza que se venía dando desde el 2012, un 24% más respecto a junio de 2013. La

positiva evolución de los niveles de rentabilidad ha venido acompañada de una redefinición de las políticas comerciales y el establecimiento de medidas enfocadas a ganar eficiencia en el control de costes. La compañía sigue mostrando una sólida capacidad de generación de caja.

Cuadro 5

Perdidas y Ganancias	2012	2013	2014
Ingresos de Explotación	57.481	62.719	65.562
EBITDA	10.485	9.457	11.755

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Informe de DINAMIA (2014)

Los fondos propios experimentaron un incremento considerable desde el momento de su adquisición en enero del 2013, lo cual se ve de igual forma reflejado en la deuda financiera neta, sin embargo, esta disminuyó para el 2014. Por otro lado, se observa cierta estabilidad en la partida de activos totales.

Cuadro 6

Balance de situación	2012	2013	2014
Activos totales	80.641	78.300	76.539
Fondos propios	17.369	36.017	41.453
Deuda financiera neta	33.343	21.745	15.430

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Informe de DINAMIA (2014)

PROBOS fue adquirida en enero del 2013, y en este caso también se realizó la valoración a través del método de múltiplo de compra (el cual fue de 6,9 veces EV/EBITDA). La valoración a 31 de diciembre de 2014 ofreció unos múltiplos comparables sectoriales de 9,6 veces EV sobre el EBITDA acumulado a 31 de diciembre de 2014, con lo que se obtiene una valoración de la participación de Dinamia de 16.071 miles de euros, equivalente a 1,4 veces el coste de inversión.

5.4 Evolución tras la adquisición

Para el año 2010, la compañía MIVISA incrementó sus ventas un 4,6% y su EBITDA un 5,8% gracias al crecimiento del negocio internacional y al continuo foco en el control de costes.

Durante los primeros 5 meses del año 2011, MIVISA ha experimentado una evolución positiva (+9,3%) en ventas comparado con el año anterior, apoyada en el creciente peso del negocio internacional, que pasó a representar el 56,6% (vs. 53,2% en 2010).

MIVISA durante 2011 demostró su capacidad de crecer en un entorno económico muy complicado y de diversificar sus ingresos en distintos mercados. Si bien el mercado doméstico sufrió una cierta ralentización, las ventas fuera de España demostraron un fuerte crecimiento que se ubicaron en un 60% de los ingresos totales del grupo inversor.

En cuanto al mercado exterior, MIVISA continuó consolidando su posición como proveedor de referencia, especialmente en los mercados francés, holandés y húngaro.

Por su parte, EYSA cerró el 2011 con una facturación de 59,9 millones de euros. A lo largo del año el negocio se vio afectado por la revisión de tarifas acordada con el Ayuntamiento de Madrid en 2010. A pesar de lo anterior, la compañía evolucionó durante el ejercicio en línea con el plan de negocio previsto.

Durante el año 2011 la compañía se hizo adjudicadora de importantes contratos de la ORA como los de San Sebastián o Cuenca. Adicionalmente, ha finalizado la construcción y puesta en funcionamiento de dos aparcamientos subterráneos, en Santander y en Amposta. Estos contratos contribuyeron al crecimiento de la compañía a lo largo de 2012.

De igual forma, PROBOS presentó en el 2014 un incremento del 5% de sus ventas con respecto al mismo periodo en el año anterior, y el EBITDA alcanzó 11,8 millones de

euros, un 24% más respecto a junio de 2013. La positiva evolución de los niveles de rentabilidad ha venido acompañada de una redefinición de las políticas comerciales y el establecimiento de medidas enfocadas a ganar eficiencia en el control de costes. La compañía sigue mostrando una sólida capacidad de generación de caja.

Por su parte, el equipo directivo continúa centrando sus esfuerzos en mantener el ritmo de crecimiento de los últimos años, aumentar los niveles de eficiencia y de producción local en Brasil y mejorar la eficiencia operativa que permita mejorar los niveles de rentabilidad del grupo y la gestión del circulante.

6. Conclusiones

La reactivación económica que está experimentando España está ayudando a que una gran cantidad de inversores internacionales vean en España un buen lugar para invertir, haciendo posible el reflotamiento de los fondos de capital de riesgo.

Este trabajo se ha desarrollado desde una perspectiva teórica, y a su vez se ha realizado una revisión de casos reales en los que se llevaron a cabo operaciones de adquisición a través de los LBO que fueron caso de estudio.

Se han podido verificar las ventajas que tiene sobre las empresas la implementación de esta estructura organizativa. De hecho, numerosos estudios empíricos evidencian que la presencia del capital riesgo en las organizaciones maximiza el valor de las mismas.

También se ha observado que los LBO son adecuados en empresas consolidadas que no necesiten grandes inversiones futuras. Por otro lado, en cuanto a los costes de quiebra, es de suma importancia la capacidad de generación de flujos de caja y la disponibilidad de activos no estratégicos o excedentes de tesorería para poder afrontar los pagos del endeudamiento consecuencia de LBO.

Tal y como se ha mencionado en el desarrollo del presente trabajo de estudio, un alto grado de apalancamiento implica altos rendimientos, siempre y cuando los flujos de fondos proyectados resulten tal como se esperaban. De lo contrario, el proceso producirá un incremento en los riesgos financieros de la empresa con los consiguientes problemas que esto genera.

Se ha verificado a través de los casos de estudio cómo el endeudamiento incrementó el valor de la empresa dados los ahorros impositivos generados por los intereses de la deuda y la revalorización de los activos de la compañía, con el consiguiente aumento de los gastos de amortización deducibles del impuesto a las ganancias. Este es uno de los principios fundamentales en el éxito de una operación de compra apalancada.

En conclusión, se observa que las operaciones financieras a través de LBO son favorables siempre y cuando se trate de empresas sólidas en su mercado y sector, que posean una buena estructura directiva y que posean una buena expectativa de crecimiento en el mercado capaz de solventar el advenimiento de crisis en sus mercados.

Bibliografía

Acharya, V. y Kehoe, C. (2010). Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *SSRR*. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1324016>

Axelson U., Jenkinson T., Strömberg P. y Weisbach. M. (2010). Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts. United: Cambridge

Barber, F y Goold, M. (2007). The Strategic Secret of Private Equity. *Harvard Business Review*, pp. 53-65

Berg, A. y Gottschalg, O. (2005). Understanding Value Generation in Buyouts. *Journal of Restructuring Finance*, 2(1), pp. 9-37

Buzsko, M. y Deffains-Crapsky, C. (2013). Whole Business Securitization in the Structuring and Refinancing of LBOs. *Research papers of Wroclaw University of economics*, pp. 26-38.

Casillas T. y De Echagüe J.A. (2013). *Valoración y transmisión de PYMES*. Madrid: Fundación Escuela de Organización Industrial.

Faulkner, D. et al. (2014). *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. New York: Oxford University Press.

Fox I. y Marcus A. (1992). The causes and consequences of Leveraged Management Buyouts. *The Journal of Finance*, 17, 1.

Givone, H. y Alonso, A. (2006). *Introducción al Estudio de las Finanzas de Empresas*. Editorial de la Universidad Católica de Argentina: Buenos Aires. pp. 227

Gómez, J., y Tapia, A. (2008). Las relaciones entre el Capital Riesgo y los equipos directivos en las operaciones de LBO. Aspectos estructurales y retributivos. *Revista Española de Capital Riesgo*, 3/2008, pp. 41-67

Informe de Valoración DINAMIA (2013)

Informe de Valoración DINAMIA (2014)

Informe de Valoración DINAMIA (2012)

Informe (2018) Impacto Económico y Social del Capital Privado en las Operaciones de Middle Market En España. ASCRI.

Iturriaga, F. Tascón, J. y Rodríguez, A.I. (1993). Aproximación a los efectos financieros del Leveraged Buyout”. *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, 8, pp. 79-92.

Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.

Jensen, M.C. (1989). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 3, pp. 61-74.

Kaplan S. N. y Strömberg P. (2008). Leveraged buyouts and private equity; publicado en la siguiente página: <http://www.nber.org/papers/w14207>.

Lichtenberg F. R. y Siegel D. (1990). The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firms behavior. *Journal of Financial Economics*, 24.

Manzano, M. (2007). La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera. *Revista Estabilidad Financiera*, p.35

<https://www.bde.es/f/webbde/.../RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/IEF200713-2.pdf>

Martí Pellón, J. (2009). *Buyouts en España en 2008*. Deloitte

Mascareñas, J. (2000). *Fusiones y adquisiciones de empresas*. 3º ed. Madrid: Mc Graw-Hill/Interamericana de España S.A.U.

Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. 5º ed. Madrid: Editorial del Economista.

Mascareñas, J. y González, S. (2013). Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: Análisis retrospectivo comparado. *Revista Universitaria europea*. 19, pp. 87-112.

Modigliani, F. Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), pp. 261-297.

Opler T. y Titman S. (1993). The determinants of Leveraged buyout activity: Free cash flow vs. Financial distress costs. *The Journal of Finance*, 48, p.5

Revello de Toro, J.M. et al. (2013). *Manual de corporate finance y banca de inversión*. Collado Villalba (Madrid): Delta publicaciones

Sambola Puig, R. (2008). Endeudamiento, ahorro fiscal y valor de la empresa. *Harvard Deusto Finanzas & Contabilidad*, 84, pp. 60-69.

Smith, A.J. (1990). Corporate Ownership Structure and Performance. The case of management buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27, pp.143-164.

Van Thienen, P. Di Chiazza, I. Paolini de Vidal, P. y La Vista, M. (2008). *Compra apalancada de acciones: Marofa no es un LBO*. CEDEF Law & Finance.

Yousfi, O. (2012). Financial Capital Structure in LBO Projects Under Asymmetric Information. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 11(3), pp. 7-35.

Páginas Web:

<https://economipedia.com/definiciones/valor-de-empresa-ebitda-ev-ebitda.html>

<https://www.bde.es>