



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

El proceso de valoración y compra de una compañía de distribución por parte de un Fondo de Capital Riesgo de tamaño medio en España

Autor: Álvaro Taboada de Zúñiga Caballo
Directora: Susana Carabias López

Madrid
Marzo de 2014

Álvaro
Taboada de Zúñiga
Caballo

El proceso de valoración y compra de una compañía de distribución por parte de un Fondo de Capital Riesgo de tamaño medio en España



Resumen

El presente trabajo está dirigido a conocer en profundidad desde un punto de vista práctico el funcionamiento de un Fondo de Capital Riesgo ante una operación de compra de una compañía de distribución, desde el momento del planteamiento de la operación hasta su compra analizando en profundidad cuáles son los elementos que tienen mayor peso en dicha decisión.

Palabras clave

Fondo de Capital Riesgo, Capital Riesgo, Distribución, Valoración de empresas, Finanzas Corporativas

Abstract

The aim of this paper is to understand in depth and from a practical point of view the purchasing process of a retail company by a private equity, analyzing the whole process from the approach to the company to the buying decision and the most relevant factors that may influence it.

Key words

Private Equity, Venture Capital, Retail, Corporate Finance, Corporate Valuation.

Abreviaturas

CAGR	Compounded Annual Growth Rate
CAPEX	Capital Expenditures
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
EBIT	Earnings Before Interests and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ECR	Entidad de Capital Riesgo
FCR	Sociedad de Capital Riesgo
LBO	Leveraged Buy-Out
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
PIB	Producto Interior Bruto
ROE	Return on Equity
SGECR	Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo
TIR	Tasa Interna de Retorno
VAN	Valor Actual Neto
VANA	Valor Actual Neto Actualizado
WACC	Weighted Average Cost of Capital

Índice

Introducción.....	8
1. Introducción a los Fondos de Capital Riesgo	10
1.1 Concepto y función del capital riesgo en España	10
1.2 Regulación	11
1.3 Entidades de capital riesgo	12
1.3.1 Estructura de las entidades de capital riesgo.....	12
1.3.2 Funcionamiento interno de una entidad de capital riesgo.....	13
1.3.3 organigrama de las entidades de capital riesgo	15
1.4 Clasificación de tipos de fondos	16
1.5 Sector de la distribución (retail):.....	18
2. Marco teórico de valoración: Modelos de valoración más usados:.....	19
2.1 Modelos basados en el Descuento de Flujos de Caja Libres (DFCF).....	19
2.2 Venture capital method:.....	21
2.3 Múltiplos.....	22
2.4 Precio de una inversión reciente	25
2.5 Activos Netos o <i>Net Assets</i>	26
2.6 Modelo propio usado por los Fondos de Capital Riesgo.....	26
3. Forma de operar de un Fondo de Capital Riesgo.....	28
3.1 Línea temporal de actividades del fondo.....	28
3.2 Estructura de inversión por parte de un Fondo de Capital Riesgo	29
3.3 Apalancamiento de las operaciones	30
3.4 Limitaciones introducidas tras la crisis a la actividad de los Fondos de Capital Riesgo.....	31
4. Proceso de análisis y compra de una compañía.....	33
4.1 Proceso de análisis	33
4.1.1 Análisis de la inversión.....	33
4.1.2 Estudio del mercado de la distribución concreto	33
4.1.3 Análisis de la compañía	34
4.1.4 Plan de negocio y proyecciones financieras	39
4.1.5 Análisis global de la compañía.....	40
4.1.6 Posibles sinergias.....	41
4.1.7. Elementos más influyentes en la decisión de compra	41
4.2 Proceso de compra de una compañía	42
4.2.1 Métodos de aproximación a los propietarios de las compañías potencialmente comprables:.....	42

4.2.2 Primer informe interno de la sociedad gestora.....	43
4.2.3 Formas de compra de una compañía	44
4.2.3 Informe para la presentación al comité de inversiones.....	44
4.2.4 Acuerdos de confidencialidad y exclusividad.....	45
4.2.5 Proceso de <i>due diligence</i>	45
4.2.6 firma y garantías del contrato de compra-venta.....	46
5. Conclusión.....	49
6. Anexo	51
7. Bibliografía.....	59

Introducción

El proceso de valoración y compra de una compañía de distribución por parte de un Fondo de Capital Riesgo de tamaño medio es un proceso que está bastante estandarizado y similar a los procesos de compra de otros inversores financieros profesionales, sin embargo los Fondos de Capital Riesgo presentan características diferenciales como conjunto y particulares dependiendo del tipo de fondo que se trate.

El objetivo del trabajo será encontrar los puntos en común de los distintos fondos de tamaño medio y aquellos puntos que los diferencien, pero para tratar de centrar y concretar estos procesos lo aplicaremos solamente a compras dentro del sector de la distribución.

No existe un modelo o criterios de valoración perfectos, por ello es necesario comprender las ventajas e inconvenientes de cada modelo para poder entender por qué entre los distintos Fondos de Capital Riesgo se le da más importancia a unos factores, modelos, múltiplos etc. Por otra parte, dos fondos con las mismas características y con los mismos datos de valoración, no siempre reaccionan de la misma forma ante una compra y tratar de explicar esta causa será el objetivo del trabajo.

El objetivo del trabajo será el análisis en profundidad del proceso de compra de una compañía del sector de la distribución por parte de un Fondo de Capital Riesgo examinando en profundidad cuáles son los puntos a analizar en un proceso de compra y cómo se lleva a cabo dicho proceso.

Comenzará con la descripción de cuáles son los factores a tener en cuenta a la hora de afrontar una inversión de acuerdo con los objetivos y circunstancias que rodean a un fondo concreto. A parte del análisis de los distintos modelos financieros de valoración se estudiarán en profundidad otros elementos esenciales a tener en cuenta en la valoración de una operación de compra.

Finalmente, se describirán cada una de las fases del proceso de compra de una compañía así como la parte referente al análisis de la misma y los puntos clave que han de ser estudiados.

La metodología empleada a lo largo del trabajo ha sido muy diversa. La parte teórica del trabajo (regulación, modelos de valoración...) se ha llevado a través de un estudio de la materia; mientras que el resto del trabajo, al que se le ha pretendido dar un enfoque más práctico, se ha basado en la investigación en profundidad de la documentación de varias operaciones llevadas a cabo por Fondos de Capital Riesgo en España (Superdiplo (2000), Mivisa (2001), Menaje del Hogar (2003)...) y en entrevistas mantenidas con cinco miembros de fondos españoles (dos presidentes, un socio, un director de inversiones y un socio industrial). En estas entrevistas se ha intentado obtener no sólo una clase magistral acerca del funcionamiento de cada uno de los fondos sino también un enfoque práctico de las operaciones que es en mi opinión, el más importante.

A la hora de escribir este trabajo, han sido numerosas las dificultades a las que he tenido que hacer frente:

- La escasez de información sobre la materia con un enfoque práctico y no meramente teórico.
- La dificultad de acceso a algunos de los directivos con los que he mantenido entrevistas debido a la dificultad para contactar con ellos así como para conseguir una entrevista.
- Los problemas de confidencialidad de la información obtenida. Según explicaban muchas de las personas entrevistadas, se trata de un sector muy competitivo en el que la información sobre cualquier operación es tan valiosa que no puede salir a la luz hasta que haya sido cerrada. Esta es la razón por la que en el trabajo sólo mencionaré las operaciones ya cerradas. Por otra parte, parte de los directivos entrevistados pidieron no incluir sus nombres ni aquellos

que mencionaban en el presente trabajo sin haberlo revisado ellos antes. Por esta razón, y a falta de recibir contestación por parte de los mismos, he decidido no incluir sus nombres en el presente trabajo y referirme a ellos en sus citas de una forma más anónima.

1. Introducción a los Fondos de Capital Riesgo

1.1 Concepto y función del capital riesgo en España

La Exposición de Motivos de la Ley 1/1999, de 5 de enero, se refiere al capital riesgo como aquella “actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia.”

El capital riesgo o *private equity* se suele definir, en términos generales, como toda aportación de carácter financiero y temporal en el capital de empresas no cotizadas.

Esta actividad nace como alternativa a otras fuentes de financiación de carácter más tradicional como son el sistema crediticio, el mercado de valores o los mercados monetarios.

La inversión de capital riesgo cuenta con varias peculiaridades respecto a otros activos financieros: la existencia de un inversor especializado que aporta, además de capital, capacidad de gestión para proporcionar apoyo y asesoramiento a la empresa invertida, periodo de inversión largo (normalmente entre tres y siete años), escasa liquidez durante la inversión, y unos ingresos que se materializan una vez finalizado el periodo de inversión a través de un mecanismo de salida que puede estructurarse mediante colocación en un mercado de valores, recapitalización mediante recompra de la propia sociedad o, por último, venta a terceros, a una entidad financiera o al propio equipo directivo.

1.2 Regulación

Hasta la promulgación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras, las ECR, esto es, los fondos y sociedades de capital riesgo, así como sus sociedades gestoras, estaban reguladas por la Ley 1/1999, de 5 de enero.

El régimen diseñado por la nueva Ley responde a la finalidad, contemplada en su Exposición de Motivos, de “flexibilizar y modernizar el régimen jurídico de las ECR, con el objetivo de impulsar la competitividad y las oportunidades de inversión en el sector”. Las modificaciones pretenden simplificar el régimen administrativo de las ECR, ampliar el número de activos en las que pueden invertir e introducir figuras aceptadas en otros ordenamientos pero desconocidas hasta ahora en el sector del capital riesgo español.

Sin perjuicio de que la legislación aplicable a las SCR sea la Ley 25/2005, dicha Ley no contiene un régimen jurídico completo para esta clase de sociedades, sino que circunscribe su contenido a la configuración de determinados requisitos de obligado cumplimiento y algunas especialidades respecto del régimen general previsto para las sociedades anónimas. Al ser sociedades anónimas especiales en función de su objeto, el régimen que las regula en lo supletorio es el contenido en la Ley de Sociedades de Capital.

1.3 Entidades de capital riesgo

1.3.1 Estructura de las entidades de capital riesgo

El artículo 2 de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras define las entidades de capital riesgo como: *“entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)”*.

Las Entidades de Capital Riesgo (ECR) en España operan a través de dos entidades: un Fondo de Capital Riesgo (FCR) y una Sociedad de Capital Riesgo (SCR) encargada de la gestión del fondo.

- El artículo 28.1 Ley 25/2005 define las SCR en función de su objeto: “Las sociedades de capital-riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es el definido en el artículo 2. Podrán realizar las actividades enunciadas en los artículos 2 y 3 por ellas mismas o a través de una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo.”
- Por otro lado, los FCR están definidos en el artículo 32.1 en los siguientes términos: “Los fondos de capital-riesgo son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo. Su objetivo principal es el definido en el artículo 2 y corresponde a la sociedad gestora la realización de las actividades enunciadas en los artículos 2 y 3 de esta Ley.”

La diferencia entre ambos radica tanto en lo relativo a su configuración jurídica (forma jurídica, función del capital y del patrimonio) como en lo relativo a la configuración de los derechos de sus socios (accionistas en el caso de la SCR o partícipes del FCR). Los partícipes de los FCR son meros inversores pasivos, completamente ajenos a la gestión del fondo, que obtienen liquidez para sus inversiones mediante el reembolso de sus

participaciones. Los accionistas de las SCR, por el contrario, además de inversores son socios de la entidad y, como tales, nombran el Consejo de Administración de la sociedad y, de esta forma, ejercen una influencia al menos indirecta en su gestión. Los FCR se regulan como entidades estructuralmente abiertas, especialmente aptas para captar el ahorro de inversores financieros profesionales¹ y desinteresados a la gestión diaria de la entidad y que para ello encargan a la SCR formada por especialistas en gestión de inversiones de capital riesgo al cual le adjudican la gestión de una parte de su patrimonio, teniendo por supuesto información profesional y sistemática de la evolución de sus inversiones.

Existe desde hace años una nueva modalidad de sociedad denominada “fondo de fondos” que, con la misma estructura dual de una entidad de capital riesgo, invierte, en vez de directamente en otras compañías, en otros fondos, que a su vez invierten en compañías operativas. El objetivo de esta nueva modalidad de inversión es la disminución del riesgo² a través de la diversificación. Sin embargo, el inconveniente de este nuevo modelo es doble gasto en comisiones de gestión que soportan los partícipes del “fondo de fondos”, que deberán pagar tanto al fondo de fondos como a los distintos fondos invertidos, así como la pérdida de control en la gestión de las compañías operativas en las que invierte el fondo participado.

1.3.2 Funcionamiento interno de una entidad de capital riesgo

Para poder explicar el funcionamiento de una entidad de capital riesgo es necesario distinguir entre la sociedad gestora y el fondo.

¹ Como por ejemplo: family offices, fondos de pensiones, compañías de seguros, bancos...

² La desviación típica, como medida de riesgo, refleja el efecto de la diversificación, en tanto que la volatilidad de la inversión en activos tomados individualmente es mayor que la de la inversión de todos ellos tomados conjuntamente sin que, por ello, se vea reducido el rendimiento esperado. Sin embargo, no se puede eliminar todo el riesgo de la inversión a través de la diversificación, hay un límite que se denomina riesgo sistemático o no diversificable que es aquel que se deriva de la incertidumbre global del mercado.

Para que se pueda constituir un Fondo de Capital Riesgo es necesario que previamente se constituya una sociedad gestora del mismo. Dicha sociedad, integrada por accionistas, rige su funcionamiento en base a un reglamento de gestión que ha de estar aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Los accionistas se caracterizan por ser especialistas, de reconocida experiencia y prestigio en inversiones de capital riesgo, dedicados a promover la constitución y desarrollar la gestión de Fondos de Capital Riesgo a cambio de una retribución fija más una participación en las plusvalías que superen un determinado porcentaje de retribución.

Por otra parte, el fondo estará integrado por los partícipes, que son aquellas personas que aportan el capital. Los partícipes deberán desembolsar el capital en tres momentos:³

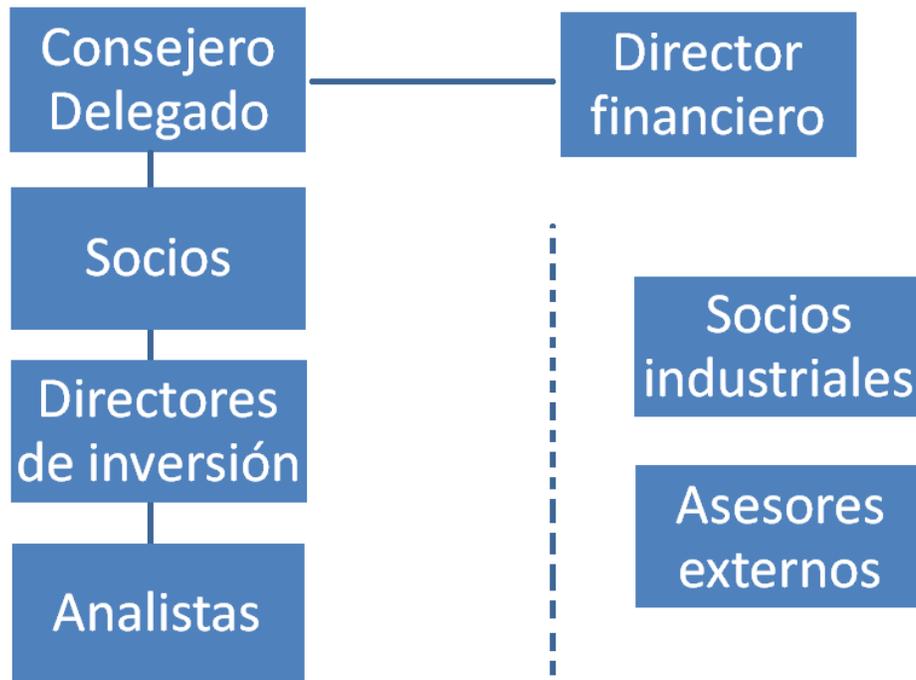
1. En el momento de la constitución deberán de desembolsar un porcentaje del compromiso de inversión total.
2. Anualmente los partícipes deberán desembolsar una comisión de gestión equivalente a un porcentaje de sus respectivos compromisos totales de inversión (en general suele ser entre el 1% y 2%), que será destinado al mantenimiento de la sociedad gestora.
3. El resto de desembolsos del Compromiso de Inversión en el FCR serán realizados a medida que vayan siendo necesitados, a requerimiento de la sociedad gestora.

La devolución del capital aportado, así como de la rentabilidad obtenida a los partícipes se lleva a cabo en dos momentos: 1. Tras cada desinversión; 2. En el momento de disolución final del fondo. La forma de retribución a los partícipes depende de cada caso concreto así como de la filosofía de cada fondo pero, en la mayoría de los casos observados se sigue la teoría *fund as a whole*, es decir, todo el dinero se devuelve a los inversores menos el necesario para cubrir los gastos y, solamente a partir de una determinada rentabilidad la gestora puede participar en los beneficios.

³ Artículo 28.3 de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras: “El capital social suscrito mínimo será de 1.200.000 euros, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución, al menos, el 50 por 100 y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los desembolsos del capital social mínimo deberán realizarse en efectivo, en activos aptos para la inversión de las entidades de capital-riesgo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 20 por 100 de su capital social”.

1.3.3 organigrama de las entidades de capital riesgo

Organigrama de la sociedad gestora



Composición del Comité de Inversiones:

El comité de inversiones, cuyas funciones en el proceso de compra de una compañía se especificarán más adelante (Vid. Infra. 4.2 Proceso de compra de una compañía) estará integrado por: el consejero delegado (tiene la última palabra en la decisión de compra), los socios capitalistas (encargados de la búsqueda de posibles negocios), los socios industriales (sin estar involucrados en el fondo, analizan las compañías desde el punto de vista de la gestión) y los asesores externos⁴ (gente de reconocido prestigio que aporta su experiencia a los procesos de decisión de compra de compañías). Los directores de inversión, cuya función es llevar a cabo un análisis de la operación no estarán presentes en el comité, sin embargo sus análisis servirán de apoyo a la toma de decisiones del mismo.

⁴ Por ejemplo, un presidente de una compañía del sector del automóvil que había sido previamente presidente de una compañía aérea no recomendó la entrada en este último sector a un fondo español dado sus conocimientos acerca del riesgo implícito de la operación, anulando la posible inversión.

1.4 Clasificación de tipos de fondos

En España la expresión “capital riesgo” es utilizada en referencia a dos tipos de fondos:

1. Venture Capital: son fondos destinados a la financiación de empresas innovadoras.
2. Private Equity: son los fondos destinados a la compra de empresas establecidas y con un funcionamiento estabilizado.

El uso indiscriminado en España de la expresión “Capital Riesgo” puede llevar a confusiones respecto a las dos funciones de este tipo de fondos. En este trabajo nos referiremos al *Private Equity*, o a la compraventa de empresas que ya están en funcionamiento, con una estructura y un mercado estabilizado.⁵

Las clasificaciones de los Fondos de Capital Riesgo más comunes son:

1. Según la estrategia de inversión, es posible hacer una clasificación de los Fondos de Capital Riesgo en los siguientes⁶: (Ver anexo documento 8, gráfico de las fases de financiación en función del desarrollo)
 - Semilla (*seed*): el fondo llevará a cabo la aportación de recursos en una fase anterior al inicio de la producción masiva. En esta fase todavía existe riesgo tecnológico.
 - Arranque (*Start-up*): consiste en el desarrollo inicial y primera comercialización del producto o servicio de empresas de reciente creación.
 - Expansión: consiste en la aportación de fondos y gestión para acelerar el crecimiento de la compañía. La expansión se puede llevar a cabo de dos formas:

⁵ José Moisés Martín Carretero. 19 septiembre 2009. Tan fácil como hacer rosquillas: Cómo el capital riesgo se carga una empresa que funciona. Consultada el 12 de Febrero de 2014 en <http://economistasfrentealacrisis.wordpress.com/2013/09/19/tan-facil-como-hacer-rosquillas-como-el-capital-riesgo-se-carga-una-empresa-que-funciona>.

⁶ AGENTES LOCALES DE PROMOCIÓN DE EMPLEO DE LA DIPUTACIÓN DE ALMERÍA, “Manual de financiación para empresas” (2011), disponible en internet en: <http://creandofuturo.es/sites/default/files/statuses/documentos/Manual%20de%20financiacion%20para%20empresas.pdf>, consultada el día 14 de enero de 2014.

1. A través del desarrollo y crecimiento desde la propia compañía.
2. *Build-up strategy*: a través de la fusión y adquisición de compañías por parte de la matriz.⁷

- Adquisición apalancada (Leveraged Buy-out - LBO): Compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida. Son muy frecuentes en las operaciones de capital riesgo pues aumentan de manera significativa la rentabilidad de las operaciones sobre el capital invertido.⁸
- Reorientación: Recursos aportados a una empresa en dificultades financieras para facilitar su reflotamiento.
- Refinanciación de deuda: Sustitución de deuda por recursos propios para reducir el nivel de endeudamiento de la empresa⁹.

2. En función del capital suscrito por el fondo para invertir¹⁰:

- Fondos grandes: de más de 800 millones de euros.
- Fondos medianos: de entre 200 y 800 millones de euros.
- Fondos pequeños: de menos de 200 millones de euros¹¹.

⁷ Esta estrategia fue llevada a cabo por Superdiplo en el año 1994, que siguió una agresiva estrategia de consolidación sectorial adquiriendo otras 28 empresas en el plazo de 4 años.

⁸ La rentabilidad del capital invertido es, en definitiva, la rentabilidad de los partícipes del fondo. Esta alta rentabilidad interesa tanto a los partícipes del fondo como a los socios de la sociedad gestora pues a partir de un determinado porcentaje de rentabilidad, pasarán a participar en los beneficios. Sin embargo, el exceso de apalancamiento por parte de los Fondos de Capital Riesgo ha sido muy criticado ya que, en ocasiones la avaricia rompe el saco, y ha habido casos de compañías que, teniendo beneficios han acabado quebradas por no poder hacer frente a sus deudas bancarias, pasando el control de las mismas a los bancos. Por ejemplo: en la compañía Levantina en el proceso de refinanciación se llevó a cabo un aumento de capital con cargo a deuda quedándose los bancos con el 83% del capital y permaneciendo tan solo el 17% en manos de los fondos inversores; el Fondo de Capital Riesgo Permira, en el año 2014 entregó la compañía Dinosol a los bancos, perdiendo el 100% de la inversión que le quedaba (6 años antes había comprado la compañía al grupo holandés Ahold por 685 millones de euros); otros casos sonados de exceso de deuda han sido: Perlas Majorica, La Casera o Muñecas Famosa entre otros muchos.

⁹ Este tipo de inversiones es frecuente en compañías con problemas de liquidez que no pueden hacer frente al pago de sus deudas vencidas y exigibles y en las que la intervención del Fondo de Capital Riesgo entra a jugar un papel fundamental en la salvación de la compañía de la situación de Concurso.

¹⁰ Para diversificar el riesgo, es frecuente encontrar en los estatutos de las sociedades gestoras una limitación para no poder invertir en una sociedad participada más de un determinado porcentaje de los compromisos totales de inversión (generalmente entre un 15% y un 25%).

¹¹ El capital mínimo que legalmente puede suscribir un fondo se encuentra recogido en el artículo 28.3 de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras: “El capital social suscrito mínimo será de 1.200.000 euros, debiéndose desembolsar en el

3. En función de las bases fundacionales del fondo, en las que se podrán establecer limitaciones negativas de los sectores, países o porcentaje máximo de participación en una inversión en los que restringirán la actividad de los gestores¹².(Ver anexo documento 2, limitaciones al objeto social de la ECR)

1.5 Sector de la distribución (retail):

El sector de la distribución está formado por aquellas empresas cuyo objeto social es “poner el producto a disposición del consumidor final en la cantidad demandada, en el momento en que lo necesite y en el lugar donde desee adquirirlo, todo ello en una forma que estimule su adquisición en el punto de venta y a un coste razonable”¹³. El conjunto de actividades conocidas bajo el término “distribución” son necesarias porque crean utilidad de tiempo, lugar y posesión.¹⁴

momento de su constitución, al menos, el 50 por 100 y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los desembolsos del capital social mínimo deberán realizarse en efectivo, en activos aptos para la inversión de las entidades de capital-riesgo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 20 por 100 de su capital social.

¹² Por ejemplo, se puede limitar a inversiones solamente en compañías españolas (Nazca capital), inversiones globales (Charterhouse Development Capital), o la prohibición de invertir en sectores como el inmobiliario (Valvidia LBO).

¹³ Sanguino, R. (2001): "El Sistema de Distribución Comercial", disponible en internet en: <http://www.5campus.org/leccion/distribucion>, consultada el 21 de febrero de 2014.

¹⁴ La razón por la que este sector es tan atractivo para los fondos de capital riesgo es por su gran capacidad para generar caja desde el primer momento. Por el contrario, sectores como el vinícola son intensivos en capital y por ello poco atractivos para esta fuente de financiación (si inviertes en mejorar un vino, tardará al menos 5-7 años para que ese vino salga al mercado y comience a generar beneficios).

2. Marco teórico de valoración: Modelos de valoración más usados:

2.1 Modelos basados en el Descuento de Flujos de Caja Libres (DFCF)

Es el modelo de valoración más usado (Ver anexo documento 3, modelos de valoración más usados). Este modelo proporciona una cuantificación, en el momento actual, de los flujos de caja libre que se generarán durante un periodo de tiempo proyectado (normalmente 5 años) y el valor residual de la compañía al final del último año.

El flujo de caja libre de la compañía es la cantidad de flujo de caja que queda disponible para la distribución a los diversos acreedores de la compañía (para repagar las deudas y a los accionistas) después de pagar los gastos de la compañía e invertir en nuevos proyectos. Para el cálculo del mismo se seguirá el siguiente esquema:

$$\begin{aligned} & \text{Ventas} \\ - & \text{Coste de ventas} \\ = & \textbf{Beneficio bruto de ventas} \\ - & \text{Gastos de ventas} \\ - & \text{Gasto de amortización} \\ - & \text{Otros ingresos} \\ & \textbf{Beneficio Antes de Intereses e Impuestos} \\ = & \textbf{(EBIT)} \\ - & \text{Impuestos} \\ & \textbf{Beneficios Operativos después de Impuestos} \\ = & \textbf{(NOPAT)} \\ + & \text{Gasto de amortización} \\ & \text{Inversión en activo circulante operativo} \\ - & \text{(CAPEX)} \\ - & \text{Inversión en activo fijo operativo (NWC)} \\ = & \textbf{Flujo de Caja Libre (FCL)} \end{aligned}$$

El valor terminal se calculará siguiendo el modelo de Gordon Growth:

$$\text{Valor terminal}_n = \frac{FCL_N (1 + g)}{(WACC - g)}$$

g = Tasa de crecimiento de los flujos de caja libre a partir del último año proyectado

Los flujos de caja libre y el valor terminal se descontarán hasta el momento de la valoración utilizando el coste ponderado del capital¹⁵. El resultado de esta operación nos dará un valor estimado de la compañía en ese momento.

Para analizar los resultados de la valoración, se usan distintos ratios que, algunas veces coincidentes y otras no, darán indicios sobre la viabilidad de la operación. Estos ratios son:¹⁶

- Valor Actual Neto (VAN) o *Net Present Value (NPV)*: se calculará restando la inversión inicial (precio de compra de la compañía) del valor obtenido del descuento de los flujos de caja y del valor residual. Si el VAN es positivo la compra generará valor para el inversor, por lo que recomienda la inversión.
- Tasa Interna de Retorno (TIR) o *Internal Rate of Return (IRR)*: es el tipo de interés que hace que el Valor Actual Neto sea igual a cero. La regla de inversión es que si la TIR es superior al coste de capital (WACC) se recomienda invertir.
- Valor Actual Neto Ajustado (VANA) o *Adjusted Net Present Value (ANPV)*: se trata de una variación del VAN que corrige los errores de mantener un coste de capital (WACC) constante. Por ello, este método es recomendable para valoraciones en las que la estructura de capital de la compañía variará significativamente en un momento posterior a la compra, como es el caso de las compras apalancadas (*Leveraged buyouts – LBO*) en las que el nivel de deuda se irá reduciendo con el tiempo modificando la estructura y reduciendo los gastos financieros derivados de la deuda que son deducibles fiscalmente; o el caso de *start-ups* en las que los elevados gastos financieros son comunes durante los primeros años de vida hasta que son capaces de ser rentables.

Para la utilización de este modelo se seguirá un esquema similar a los dos anteriores pero con algunas peculiaridades:

¹⁵ Conocido como Weighted Average Cost of Capital (WACC) que calcula el coste ponderado de las Fuentes de financiación, tanto propias como ajenas, con las que cuenta el Fondo en el momento de la valoración. La ventaja de utilizar el WACC es que incorpora la exención fiscal de los gastos financieros.

¹⁶ Lerner J. and Willinge J. "A note on Valuation in Private Equity Settings" Harvard Business School, Rev April 8, 2002. P. 4-6

1. Los Flujos de Caja serán valorados ignorando la estructura del capital: los Flujos de Caja serán descontados como si la compañía estuviese financiada en su totalidad por patrimonio neto, es decir, sin deuda. Esto implica que el ratio de descuento se calculará utilizando una beta desapalancada, en lugar de la beta apalancada utilizada en el cálculo del WACC.
2. Se estimarán los beneficios fiscales asociados a los gastos financieros de cada uno de los años proyectados y se descontarán utilizando el coste de la deuda antes de impuestos¹⁷. La razón por la que se descuentan es que estos beneficios fiscales suponen valor para la compañía, por lo que deberán ser cuantificados.
3. Finalmente, se sumarán ambas cantidades dando por resultado el valor estimado de la compañía.

2.2 Venture capital method:

Este método es muy usado en la industria del capital riesgo. Las inversiones de *venture capital* se caracterizan por tener flujos de caja y beneficios negativos y altas rentabilidades potenciales en un futuro, ligadas a un alto riesgo.

El modelo comienza estimando el valor de la compañía en un año futuro de interés, normalmente después de que pretendan sacar la compañía a bolsa (*Initial Public Offering – IPO*). El valor de la compañía en ese año se calcula normalmente usando múltiplos (*vid infra. Múltiplos*). Para descontar el valor residual de la compañía se utilizará la retribución esperada en lugar del coste de capital, ya que es lo que exigirán los inversores por el riesgo de la operación.

Finalmente, se calcula el porcentaje final de participación. La cantidad de inversión se dividirá por el valor residual descontado hasta el presente para determinar el grado de participación necesario para que los inversores reciban la retribución esperada.¹⁸

La principal crítica a este modelo es el uso de tasas de descuento muy altas (entre un 40% y un 75%) que hacen que el valor obtenido sea un tanto arbitrario. Sin embargo, los defensores de este modelo lo justifican en base a los siguientes argumentos:

¹⁷ Este valor será inferior que el coste de capital.

¹⁸ Lerner J. and Willinge J., op. cit. P. 20

- La poca liquidez del mercado a la hora de vender las acciones de las compañías en las que invierten.
- Consideran que el valor creado por ellos es merecedor de esa alta retribución.
- Las expectativas presentadas por los emprendedores suelen ser muy optimistas.
- El alto riesgo de este tipo de operaciones requiere una mayor rentabilidad.

2.3 Múltiplos

El método de valoración por múltiplos valora la compañía utilizando como aproximación el valor de otras compañías comparables, es decir, el precio que dicta el mercado para empresas similares. En primer lugar se han de identificar un conjunto de compañías comparables para posteriormente calcular el múltiplo más indicativo y se aplica a la compañía a valorar.

La principal diferencia con modelos como DCF es que en los múltiplos el valor lo determina el mercado y no la capacidad de producir beneficios de la empresa.

Las ventajas de la utilización de los múltiplos como modelo de valoración radican en su rapidez de cálculo, facilidad en su explicación, y que refleja en todo momento el sentimiento del mercado. Puede ocurrir que el mercado tenga una empresa sobrevalorada o infravalorada, para evitar este error utilizamos como múltiplo la media de las empresas comparables más significativas. Sin embargo, hay ocasiones en las que el mercado se equivoca en la valoración de un sector y surgen las conocidas burbujas¹⁹ en las que la tendencia del mercado es a sobrevalorar las compañías de un sector.

Por otra parte, estos modelos también tiene unas desventajas claras: no hay una definición clara de cuáles son las empresas comparables sino que en la identificación de las mismas juega un papel muy importante las preferencias del analista; tampoco es fácil saber que múltiplo emplear, sigue la euforia del mercado (burbuja de internet) y no elimina el efecto de aplicar diferentes criterios contables entre compañías.

Sin embargo, los modelos de valoración basados en múltiplos son los más usados. Según Aswath Damodaran alrededor del 85% de los informes de investigación estaban

¹⁹ Por ejemplo: la burbuja de internet en el año 2000 o la burbuja inmobiliaria en España en el año 2007

basados en múltiplos y más del 50% de las compras de compañías se hizo en torno a una valoración en la que se habían empleado los múltiplos.²⁰

En caso concreto de compra de compañías del sector de la distribución en España, en la época del “boom” económico se llegaron a pagar múltiplos de EBITDA de entre 7x-12x porque las expectativas de crecimiento del mercado y de la compañía eran muy buenas y las sinergias de las compras eran reales y evidentes. Actualmente, en el seno de la crisis económica, con caídas reales del consumo total las pocas operaciones que se han hecho están en un múltiplo de entre un 2x-7x.

La aplicación del modelo tiene una estructura muy simple:

1. En primer lugar, se ha de encontrar un conjunto de empresas comparables. Para seleccionar el conjunto de empresas comparables tendremos que analizar, entre otros, los siguientes factores:

- Flujos de caja y sus expectativas crecimiento.
- Riesgo de la empresa: es necesario examinar tanto el riesgo sistemático de la empresa en el sector como el específico.

El hecho de que una empresa sea del mismo sector no implica necesariamente que sea una empresa comparable ya que puede tener diferentes expectativas de crecimiento, o incluso con diferente perfil de riesgo si se ha dedicado a diversificar el negocio. Sin embargo, habitualmente se suelen identificar las empresas del sector (competidores) que compartan una estructura y objetivos similares ya que estas son las que nos darán una mejor aproximación al valor.

2. Calcularemos el múltiplo más adecuado de cada una de las compañías elegidas como comparables como de la compañía que pretendamos valorar.²¹ Los múltiplos más utilizados son.²²

²⁰ Pagina web de Aswath Damodaran: <http://pages.stern.nyu.edu/> consultada el día 4 de marzo de 2014.

²¹ Google(www.google.com/finance) y Yahoo (www.yahoo.com/finance) publican un informe actualizado de la cotización y datos más significativos de las compañías públicas.

²² STEPHEN H. PENMAN “Financial Statement Analysis and Security Valuation”, McGRAWHILL 5th edition 2013. P.77-86

2.3.1 Múltiplo de EBITDA

Este múltiplo es el más usado dentro de la valoración de empresas por parte de los Fondos de Capital Riesgo. El EBITDA es usado como una aproximación a los flujos de caja. Sin embargo, en ocasiones a efectos de valoración suele usarse el EBIT en vez del EBITDA ya que es el único que recoge las particularidades sobre la propiedad de los locales donde se ubican las tiendas, que es especialmente relevante pues los alquileres penalizan el EBITDA.

$$\text{Valor de la compañía} = \text{EBITDA}_T \times \text{MULTIPLIO EBITDA}$$

2.3.2 Precio / Valor contable: P/VC o P/BV

$P/VC = \text{Precio acción} / \text{Valor contable por acción} = \text{Capitalización bursátil} / \text{valor contable}$

Este método valora el negocio en función del valor contable de los recursos propios. El problema de usar el valor contable es que una misma compañía puede valer más o menos en función de los criterios contables que utilice. Por lo tanto, para aplicar correctamente este modelo se deberán armonizar los criterios contables utilizados e intentar actualizar el valor de los activos a precio de mercado.

El principal motivo por el que este modelo no es usado muy a menudo por parte de los Fondos de Capital Riesgo es que esta valoración no considera la rentabilidad del negocio.

2.3.3 Precio/Flujo de caja: PCFR o Price to cash flow ratio

$PCFR = \text{Precio acción} / \text{Cash Flow neto por acción} = \text{Capitalización bursátil} / \text{Cash Flow Neto}^*$

$^* \text{Cash Flow neto} = \text{beneficio neto} + \text{amortizaciones}$

En este caso se intenta corregir el PER y aislar de la valoración diferentes políticas contables entre compañías. El flujo de caja utilizado refleja el cash flow de la compañía observando exclusivamente la cuenta de resultados y por lo tanto sin considerar el impacto en la caja que tiene las variaciones en la política de financiación operativa del negocio²³, ni las inversiones en inmovilizado necesarias para la compañía²⁴.

²³ Clientes, Proveedores y nivel de almacenes

²⁴ CAPEX = Capital Expenditures

2.3.4 Precio / Beneficio: *Price to Earnings ratio (PER o P/E ratio)*

PER = Precio de la acción / Beneficio neto por acción = Capitalización bursátil / B° neto

Este múltiplo consiste en dividir el precio de la acción entre los beneficios netos generados por la compañía. El PER indica el múltiplo sobre el beneficio al que el mercado valora las acciones de una compañía. Por lo tanto, el PER podría ser interpretado como una medida de calidad y aprecio que los inversores tienen sobre los beneficios reportados. Dicho aprecio dependerá de las expectativas que el mercado tenga sobre la empresa en términos de crecimiento, rentabilidad y riesgo.

La norma general es que si el PER es muy alto la compañía estará sobrevalorada, pero esto no es siempre así, puede que los alto beneficio neto de la compañía durante ese año sea debido a resultados extraordinarios, por lo que no determinará las expectativas futuras de la compañía.

La principal desventaja de trabajar con este múltiplo es que trabajamos con el beneficio neto, el cual no aísla las diferentes políticas contables en la valoración. Además mezcla aspectos operativos y financieros, ya que trabaja con el beneficio después de intereses, es decir, no separa el valor operativo del negocio del valor que genera la estructura financiera.

2.4 Precio de una inversión reciente

Para estimar el valor real de la compañía o *fair* hay que tener en cuenta que la transacción ha de ser reciente, es decir, éste método sólo es válido durante un período razonable después de la transacción.

La valoración se llevará a cabo partiendo del precio de venta de la anterior transacción corregido por costes de transacción²⁵ y, en el caso de que haya habido inversiones, la cantidad de las mismas.

El valorador deberá tener en cuenta si cambios o acontecimientos ocurridos durante el intervalo de tiempo entre la fecha de la anterior transacción y la actual valoración, tienen efecto en el *fair value*.

²⁵ Los costes de transacción no son considerados características propias de los activos y, por ello, no deben ser incluidos como un componente del valor real de la compañía o *fair value*.

2.5 Activos Netos o *Net Assets*

Este modelo es utilizado en aquellos casos en los que lo que la compañía a valorar no es capaz de generar una alta rentabilidad a los activos, o cuando el valor de la compañía depende principalmente de los activos en propiedad e inversiones de la compañía²⁶. El objetivo de la compra será o bien la apropiación de los activos o la liquidación de los mismos²⁷.

A la hora de emplear este modelo de valoración será de gran importancia la valoración de los activos a precio de mercado en la fecha de la valoración ya que el valor que estos tengan en la contabilidad ha podido variar con el tiempo.

La aplicación del modelo consiste en ajustar los activos con los pasivos y contingencias para obtener un valor neto de los activos de la compañía.

2.6 Modelo propio usado por los Fondos de Capital Riesgo²⁸

Además de usar los modelos explicados anteriormente, se ha generalizado el uso de un modelo que combina algunos de los anteriormente mencionados. El proceso de cálculo del valor de la compañía sigue el siguiente esquema:

1. Se estima el EBITDA de la compañía a valorar al final del año en que se estime la venta de la compañía²⁹(N). Para este cálculo será necesario hacer un análisis del funcionamiento pasado de la compañía y los planes que el Fondo de Capital Riesgo tiene en mente para gestionar la empresa durante el periodo de participación.
2. Se estimará el valor de la compañía al final del año N como el producto del EBITDA estimado para ese año por un múltiplo al final de ese año.

$$\text{Valor de la compañía}_{\text{año N}} = M_{\text{EBITDA año N}} \times \text{EBITDA}_{\text{año N}}$$

3. Se calculará el valor de los fondos propios al final del año N a través de la siguiente ecuación

²⁶ Se trata de valorar la compañía por lo que tiene y no por lo que es capaz de producir.

²⁷ Esto es conocido como *Burst-up*.

²⁸ TITMAN, S. AND MARTIN, J. "Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions", Pearson, Segunda edición. P. 373

²⁹ Normalmente las inversiones de los Fondos de Capital Riesgo en una empresa participada duran entre 3 y 5 años.

$$\text{Valor de los fondos propios}_N = \text{Valor de la compañía}_N - \text{Deuda}_N^* + \text{Caja}_N$$

*La deuda que se utilizará será aquella que conlleve el pago de intereses en el momento N, que incluirá tanto de la compañía en el momento de la compra, como aquella utilizada para llevar a cabo la compra apalancada y la suscrita posteriormente, descontando todas las devoluciones del principal hechas durante el periodo de inversión. La caja se suma porque se entiende que no es necesaria para el cálculo del valor de la empresa al no ser un activo operativo.

4. Finalmente, calcularemos la TIR de la inversión en el patrimonio neto a través de la siguiente ecuación:

$$\text{Valor de los fondos propios}_{\text{año } 0} = \frac{\text{Valor del PN}_{\text{año } N}}{(1 + IRR)^N}$$

Utilizando este modelo, combinamos las ventajas de los modelos de descuento de flujos de caja y múltiplos.

3. Forma de operar de un Fondo de Capital Riesgo

3.1 Línea temporal de actividades del fondo

En teoría periodo de inversión de los Fondos de Capital Riesgo es de 7 años, sin embargo lo normal es que las inversiones se realicen durante los primeros años y los últimos años se dediquen a la venta de las participaciones en las sociedades. Es frecuente encontrar limitaciones al periodo de inversión en los estatutos (Ver Anexo documento 4, cláusula de limitación del periodo de inversión). Sin embargo, en un periodo de crisis con el actual esto no sucede así y la mayoría de los fondos tienden a pedir prórrogas a los partícipes del fondo para prorrogar la fecha de liquidación del fondo (con el objetivo de que la venta de las participaciones se lleven a cabo en mejores condiciones). El límite temporal de las inversiones de un fondo es muy importante porque como afirma Carlos Guerrero: *“si estás en los últimos años de inversión y te queda parte del fondo sin invertir la facilidad para aceptar ejecutar una operación de compra es mucho mayor porque si no inviertes todo el fondo no tendrás manera de justificar la comisión de gestión de la sociedad gestora frente a los partícipes del fondo”*.

Una vez que se ha terminado el periodo inversión de un fondo se produce el levantamiento de un nuevo fondo. Esta operación en la búsqueda de inversores para reunir una determinada cantidad de dinero para seguir invirtiendo. A la hora de “vender” el nuevo fondo a los posibles inversores se preparará un informe en el que se detalle la experiencia o *know how* de la sociedad de capital riesgo realizada en base a los resultados y ratios obtenidos por el fondo o fondos anteriores así como un porfolio de inversiones pasadas de cada uno de los miembros de la sociedad.

Lo normal es que la vida de dos fondos se solapen a lo largo de algunos años de la existencia de ambos intentando dar preferencia durante este periodo a la inversión del fondo más antiguo. Sin embargo, el levantamiento del siguiente fondo normalmente se lleva a cabo cuando se ha invertido y liquidado la mayor parte del fondo inicial (en este sentido, el mayor fondo español ha puesto en marcha en 2014 a liquidar el proceso de venta de sus participaciones antes del levantamiento del siguiente fondo).

3.2 Estructura de inversión por parte de un Fondo de Capital

Riesgo

El funcionamiento de los Fondos de Capital Riesgo en España en la mayoría de los casos siguen la siguiente estructura:

En primer lugar, se crea un fondo y una sociedad gestora de dicho fondo en España y otro fondo con su correspondiente sociedad gestora de extranjeros³⁰. Ambos fondos, en las proporciones que establezcan, invertirán en una compañía operativa española.

El procedimiento de inversión en una compañía más común es a través de la creación de una nueva compañía o *Newco* con sede social en España y otra *Newco internacional* con sede social en el extranjero³¹. La *Newco internacional* será participada por el fondo internacional y la *Newco* española será participada por el fondo español y por la *Newco Internacional*. Por lo tanto, la *Newco Internacional* actuaría como intermediaria, a través de la cual los inversores internacionales invierten en la *Newco* española.

La *Newco* española, nutrida de fondos directamente por el fondo español e indirectamente a través de la compañía extranjera por el fondo internacional, será la que compre la compañía operativa.

La compra de la compañía operativa se puede llevar a cabo al 100% con capital aportado por los fondos a la *Newco española* o con ayuda de financiación externa, lo que es conocido como compra apalancada o *leverage buyout*³². La garantía del crédito concedido por el banco prestamista serán las acciones de la compañía operativa que se vaya a comprar (esto era lo normal hasta el inicio de la crisis, ahora la banca está pidiendo garantías adicionales).

³⁰ Estas sociedades gestoras suelen tener su sede social en paraísos fiscales como las islas del canal entre Inglaterra e Irlanda.

³¹ Normalmente suelen establecerse en países como Luxemburgo por razones fiscales para que el dinero llegue a los fondos libre de impuestos y más tarde, cada fondo, dependiendo del país en el que haya sido constituido tributará de una forma o de otra.

³² Las operaciones de los Fondos de Capital Riesgo destacan por su apalancamiento debido al beneficio que ello supone en el cálculo de la rentabilidad sobre el capital invertido (*Return On Equity – ROE*). Por ejemplo: la operación de compra del grupo Menaje del Hogar por parte de Impala Capital Partners se hizo con un apalancamiento del 70% (14,5 M de euros de capital y 33,9M de euros de deuda).

Por último, tras la adquisición de la compañía operativa por parte de la *Newco española* se procederá a la fusión de ambas compañías. En los casos en los que la participación es superior al 50% del capital, la gestora tendrá que pactar con los otros socios la formación del consejo de administración y el nombramiento del equipo directivo de la compañía para los que designará tanto a socios del fondo como a gestores profesionales (Normalmente cuando se compra una compañía, para evitar problemas quién manda o cuándo se vende la compañía se suele firmar un contrato entre los socios del cual hablaré más adelante, con cláusulas específicas como la cláusula de arrastre para evitar problemas de gestión futuros). (Ver anexo Documento 5, esquema resumen de una operación de compra) (Ver anexo documento 6, ejemplo resumen de la operación de compra de Menaje del Hogar)

3.3 Apalancamiento de las operaciones

Una compra apalancada o financiada por terceros consiste en la adquisición de una empresa con la ayuda de capital externo (deuda bancaria). Como norma general, en las operaciones de capital riesgo la garantía del crédito bancario son las acciones de la compañía operativa adquirida.

Esta estructura de compras apalancadas es muy frecuente en las operaciones de capital riesgo puesto que, a pesar de suponer un mayor riesgo, tiene grandes ventajas:³³

- Permite llevar a cabo una operación de mayor tamaño con una menor aportación de capital.
- En el caso de que la rentabilidad de la operación sea mayor que los gastos financieros derivados de los intereses de la deuda, esta aumentará cuanto mayor sea el apalancamiento. Esto es conveniente tanto para los partícipes del fondo pues tendrán una mayor rentabilidad en sus inversiones, como para los socios del fondo, cuya participación en las plusvalías depende de la rentabilidad de la operación.
- Los gastos financieros derivados de los intereses de la deuda serán deducibles para el cálculo de la base imponible del impuesto de sociedades³⁴.

³³ BODIE KANE M. "Investments and portfolio management" Mc GRAW HILL 9TH Edition. P. 188-224

Sin embargo, a día de hoy el apalancamiento de las operaciones es cada vez más complicado, y esto es lo que ha provocado la caída de las inversiones de capital riesgo. Esta disminución del apalancamiento se ha debido principalmente a dos razones:

En primer lugar, la dificultad para obtener financiación bancaria y las garantías exigidas por los bancos han supuesto una disminución del tamaño de las operaciones.

En segundo lugar la limitación a la deducibilidad de los gastos financieros introducidas por el Real Decreto Ley 21/2012.

3.4 Limitaciones introducidas tras la crisis a la actividad de los Fondos de Capital Riesgo

El Real Decreto Ley 12/2012 derogó el régimen de subcapitalización e introdujo una limitación a la deducibilidad fiscal de los gastos financieros en el Artículo 20 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto de Sociedades, por la que los gastos financieros netos son deducibles en el Impuesto sobre Sociedades con el límite³⁵ del 30% del beneficio operativo³⁶ del ejercicio. Esta medida ha afectado a las actividades de los Fondos de Capital Riesgo en la medida en que limita el apalancamiento de las operaciones y, por lo tanto, disminuye su rentabilidad y hace que sea más complicado llevar a cabo grandes operaciones.

Por otra parte, se ha limitado también la deducción fiscal del fondo de comercio al 5%³⁷ del importe registrado como fondo de comercio siempre que se dote una reserva indisponible equivalente al importe del fondo de comercio que aparezca en el activo del

³⁴ Lo que se conoce como beneficio fiscal del coste de la deuda ($\text{Coste de la deuda} = \text{tipo de interés} \times (1 - T)$).

³⁵ El límite se predica de los gastos financieros netos, es decir, del exceso de los gastos financieros respecto de los ingresos derivados de la cesión a terceros de capitales propios y sólo opera para los gastos financieros que excedan de un millón de euros. En caso de superar dicho límite, la parte que excediere se podrá deducir en los 18 periodos impositivos inmediatos y posteriores hasta alcanzar dicho límite. Por otra parte, en el caso de que no se alcance el límite, la porción no deducida se sumará al límite del 30% hasta su completa deducción en los cinco periodos inmediatos y sucesivos.

³⁶ Como beneficio operativo se tomará el resultado de explotación que figure en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio, corregido con la eliminación de los gastos correspondientes a la amortización, los ingresos registrados por la imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero, las pérdidas por deterioro de activos y los beneficios o pérdidas procedentes de la enajenación de inmovilizado y la incorporación de las participaciones en beneficios de entidades en las que se tenga una participación igual o superior al 5%, o cuyo valor de adquisición hubiese superado los seis millones de euros (salvo que se hubiesen adquirido recurriendo a un endeudamiento cuyos gastos financieros no fuesen deducibles).

³⁷ El Real Decreto Ley 12/2012 ha limitado esta deducción al 1% anual de su importe para los periodos impositivos iniciados a lo largo de 2012 y 2013.

balance, destinando para ello, al menos, una parte de los beneficios obtenidos equivalente al 5% del importe registrado como fondo de comercio, de no haberlos dicha reserva indisponible se detraerá de las reservas de libre disposición.

Esta limitación a la deducibilidad del fondo de comercio ha roto con la práctica habitual de las operaciones de los Fondos de Capital Riesgo que solían comprar compañías para inmediatamente desprenderse de sus activos fijos, reduciendo así el precio de compra, y dejando como valor de la misma un gran fondo de comercio que se deducirían fiscalmente durante los primeros años para así no pagar impuestos.

Por último, también se ha llevado a cabo una reforma de la Ley del Impuesto de Sociedades limitando los coeficientes de amortización máximos que podrán ser deducidos fiscalmente, aumentando por tanto los periodos de amortización.

4. Proceso de análisis y compra de una compañía³⁸

4.1 Proceso de análisis

4.1.1 Análisis de la inversión

La valoración de la operación por parte de los miembros del comité de inversión se hará en base a los datos presentados en el informe de inversión (Vid. Infra. Informe para la presentación al comité de inversores). En dicho informe se recogerán los datos más relevantes acerca de la compañía, su entorno, expectativas del mercado y detalles de la operación.

En el procedimiento de análisis de una inversión en una compañía de *retail* se estudiarán los siguientes aspectos³⁹, que serán fundamentales a la hora de hacer una valoración⁴⁰:

4.1.2 Estudio del mercado de la distribución concreto

El examen de la evolución del sector juega un papel fundamental ya que, salvo en casos de gran diferenciación, las compañías de distribución son procíclicas, es decir, la evolución del sector marcará la tendencia de los resultados de la compañía.

A la hora de analizar una línea de negocio dentro del sector de la distribución son varios los datos que se han de ser estudiados:

- Evolución de las ventas en el mercado durante los últimos años, descompuesta en las distintas líneas de productos y por competidores, medida por la tasa de crecimiento anual acumulada⁴¹. Los analistas de mercado harán proyecciones futuras de rendimiento del mercado en base al crecimiento de la economía

³⁸ El siguiente proceso ha sido elaborado a partir de las distintas entrevistas mantenidas con distintos directivos de distintos fondos.

³⁹ El siguiente proceso ha sido fruto de una síntesis de la estructura común de los distintos informes de inversión llevados a cabo por: Suala Capital Partners en las operaciones de compra de: Menaje del Hogar (2003), Mivisa (2001); Vista capital en la operación de compra de Superdiplo (1994); y XX por N+1 Mercapital.

⁴⁰ La información obtenida servirá de fundamento para las estimaciones utilizadas en los modelos de valoración.

⁴¹ CAGR: *Compounded Annual Growth Rate*

nacional⁴², expectativas de evolución del consumo, características propias de cada sector⁴³...

- Estructura de la oferta, es decir, análisis de los principales competidores: suele ser medido por la cuota de mercado de los distintos competidores. Esta cuota puede ser a su vez descompuesta en función del tipo de tiendas, gama de productos... los ratios que se suelen emplear para poder hacer comparaciones son: Superficie media de tiendas, ventas por tienda (LFL), ventas por m², cuota de mercado por línea de negocio, cuota de mercado por región, cuota de mercado por tipo de tienda...

Este análisis concluirá en un formato de tienda ideal que guiará las futuras operaciones de la compañía en cuanto a estrategias de expansión y remodelación de las tiendas, sistema logístico, sistema de incentivos...

- Posicionamiento comercial de la empresa respecto de los principales competidores: se analizará el posicionamiento respecto del precio, percepción del precio, surtido, servicios, trato del personal...

La conclusión de este informe nos dará una idea sobre las perspectivas de crecimiento del mercado, el formato de tienda por el que apostar, y la posición competitiva de la empresa frente a los competidores.

Este estudio determinará el plan estratégico de la compañía si se efectúa la compra y que, como veremos más adelante, será uno de los factores más influyentes en la decisión.

4.1.3 Análisis de la compañía

En este apartado se examinarán los principales aspectos de la compañía. La estructura del análisis es bastante homogénea dentro del sector de la distribución. Los principales puntos que han de ser estudiados son:

- Datos históricos: para entender el presente es necesario conocer el pasado, por ello es necesario hacer un análisis de la historia de la compañía para poder entender la estructura y el funcionamiento en el momento actual. Se analizará en detalle todo el proceso de expansión de la compañía desde sus orígenes, los

⁴² Medido por el PIB

⁴³ Por ejemplo, en el mercado de la distribución de electrodomésticos: la innovación tecnológica, aumento del equipamiento...

diversos actores que han intervenido en la compañía, evolución de los aprovisionamientos, ventas... El conocimiento de experiencias pasadas puede evitar que se vuelvan a cometer los mismos errores y puede dar pistas sobre qué estrategias son más adecuadas.

- Estructura del grupo: será imprescindible conocer quiénes son los distintos accionistas de la compañía y los distintos propietarios de los locales puesto que con ellos se llevarán a cabo las negociaciones.
- Posicionamiento comercial de la compañía: es el resultado de la orientación estratégica y de la política comercial cuyos ejes han de ser identificados y analizados. Se estudiarán los siguientes puntos:
 - Ubicación de las tiendas: En entorno urbano o en centros comerciales y parques comerciales; ubicación en regiones en función de diversos parámetros como por ejemplo el gasto familiar.
 - Formato de las tiendas: ¿las tiendas tienen o no parking?, ¿qué nivel de atención al cliente presta (venta de libre servicio o venta asistida)?, ¿Cuál es la superficie media de las tiendas?... la relevancia de cada una de estas cuestiones depende del tipo de productos y sector de la compañía. Se deberá valorar la empresa en relación con sus competidores para examinar cuál es el elemento diferencial, si existe, de esa compañía.
 - Sistemas de incentivos a vendedores: así como en otros sectores esta política no tiene tanta importancia, en el sector de la distribución su relevancia es crucial para los resultados de las compañías. Se estudiará la política de ventas (ventas de libre servicio o ventas asistidas), la orientación de las mismas (orientación al margen, al mayor precio...), sistemas de formación del personal y la política retributiva.
 - Servicios adicionales: reparto, instalación y demás servicios adicionales que se presten al cliente.

- Surtido de productos: número de referencias (y el porcentaje que estos suponen sobre las ventas⁴⁴), número de proveedores, posición competitiva de cada una de las líneas de producto...
- Análisis de las ventas: se hará en relación a las tiendas, los productos y el tiempo.

En relación a las tiendas, se analizarán detalladamente los historiales de ventas de cada una de las tiendas⁴⁵, en referencia a los metros cuadrados de tienda, metros cuadrados de almacén, número de vendedores y ubicación de las mismas. Para clasificar las tiendas en función de su eficiencia se deberán calcular los siguientes ratios:

- Ventas por metro cuadrado de tienda
- Ventas por metro cuadrado de almacén
- Ventas por vendedor
- Margen de EBITDA
- Tasa de esfuerzo = coste del alquiler / cifra de ventas de la tienda⁴⁶

En relación al producto, se estudiará el mix de ventas de la compañía para identificar el peso de cada una de las líneas de producto en las ventas globales de la compañía e identificar las diferencias con el mercado y otros competidores del sector⁴⁷.

Por último, se estudiará la evolución global de las ventas de la compañía⁴⁸, analizando su estacionalidad, evolución histórica y relación con el mercado.

⁴⁴ Según la “Ley de Pareto” el 20% de los productos representan el 80% de las ventas. Estas cifras son arbitrarias y, por lo tanto, pueden variar pero suelen rondar esas proporciones. Esta teoría es utilizada para ganar eficiencia a la hora de asignar recursos a una campaña de marketing, distribuir los productos en la tienda...

⁴⁵ Los datos serán anualizados para eliminar el “efecto apertura” de las nuevas tiendas.

⁴⁶ Esta tasa determinará el máximo que se puede pagar por un local teniendo una previsión de ventas. En las grandes compañías de distribución normalmente se establece en la estrategia una banda en la que se tiene que mover la tasa de esfuerzo y, superada una determinada cantidad, no se deberá abrir una tienda en dicho local.

⁴⁷ El peso de cada una de las gamas en relación al mercado puede dar una idea de en qué líneas de producto haría falta un mayor desarrollo y en relación con los competidores permitirá crear una estrategia de diferenciación. Por ejemplo, el mix del grupo Menaje del Hogar (2003) estaba centrado en el mercado de los electrodomésticos del hogar (gama blanca y gama marrón que suponían un 71,5% de sus ventas, muy similar al mercado, un 65,8%) y que sin embargo, lo diferenciaban de competidores como Media Markt, mucho más orientado hacia la informática, telefonía y CD’s / DVD’s (que sumaban más del 40% de sus ventas).

⁴⁸ Medida por el ratio de crecimiento anual acumulado (CAGR: *Compounded annual Growth Rate*)

- Análisis de compras: en este apartado se estudiará la forma de comprar de la compañía, que incluye:

- Análisis de los proveedores: es necesario identificar los principales proveedores, volumen de compras de cada uno⁴⁹, número de proveedores por línea de producto, intervalo de tiempo para el que se negocia (anualmente, trimestralmente...), descuentos especiales o por otros conceptos hechos por los proveedores (descuentos por pronto pago, rappels sobre ventas, aportaciones publicitarias, ingresos logísticos) y periodo de pago a los proveedores.

Un dato muy relevante es el periodo medio de pago de la compañía ya que, como en la mayoría de las compañías de distribución no se financian las ventas a clientes (salvo campañas concretas de marketing), esto genera una dinámica positiva de generación de capital circulante en escenarios de crecimiento.

- Análisis de los pedidos: con el objetivo de conseguir un mayor volumen de compras, y por lo tanto tener un mayor poder de negociación sobre los proveedores que se traducirá en una disminución del precio por unidad, las grandes compañías de distribución tienen centralizadas la totalidad o parte de sus compras a través de una plataforma. La plataforma será la encargada de la compra, almacenamiento y distribución a los centros de las mercancías. Dadas las ventajas de este sistema de compras, la mayoría de los artículos del surtido de las tiendas se encargan vía plataforma.

Por otra parte, las tiendas pedirán directamente a proveedores locales o nacionales en el caso de artículos que no están en el surtido habitual del grupo, que un cliente determinado demanda, de poco volumen, específicos de una zona geográfica o debido a sus características de

⁴⁹ A mayor volumen de compras mayor poder de negociación que tendrá la compañía. Por ello, aquí se vuelve a ver el cumplimiento de la “ley de Pareto”, en general el 20% de los proveedores suministran alrededor del 80% de las compras.

manipulación y almacenamiento. Sin embargo, los pedidos a estos suelen ser minoritarios.⁵⁰

- Análisis de los márgenes: El margen es la diferencia en porcentaje entre el coste neto del producto y el precio de venta. La política de precios de la compañía estará condicionada bien por las indicaciones de los fabricantes o las exigencias del mercado; o bien por las condiciones comerciales obtenidas con cada proveedor, es decir, el coste neto de los productos.

El margen bruto por línea de producto se analizará en relación con el porcentaje de ventas que supone dicha línea⁵¹. Este dato nos dará una idea de hacia qué línea de productos se debe orientar el mix, es decir, qué líneas de negocio deberá reforzar la empresa y cuáles no.

Por último, se analizará la rentabilidad por tipo de tienda. Se estudiarán el margen bruto, las ventas por metro cuadrado y el margen total de cada una de las tiendas para valorar su eficiencia. Estos datos nos darán una idea de la eficiencia de cada modelo de tienda en cuanto a su ubicación, hacia dónde debe ir orientado el mix de productos en cada tienda y las razones de eficiencia o ineficiencia de cada una de ellas.

- Análisis del área logística: se analizará toda la logística referente a las fábricas, recepción de mercancías de los proveedores, almacenes y servicio a las tiendas en busca de posibles mejoras de eficiencia que puedan ser llevadas a cabo tras la compra.
- Análisis de personal y organización interna: se analizarán los gastos de personal del grupo y su evolución (buscando las causas de su aumento o disminución), el salario medio y su estructura (que parte del salario es fijo y cuál variable) y las negociaciones colectivas practicadas. Estos datos serán validados por la *Due diligence* financiera.

⁵⁰ El grado de centralización de las compras puede variar mucho dependiendo del sector que se trate, en el sector de la administración (Ejemplo Superdiplo) o de aparatos electrónicos (Ejemplo Menaje del Hogar) el porcentaje de pedidos a plataforma es en torno al 95%, sin embargo, en otra conocida multinacional francesa del sector del automóvil en torno al 25% de los pedidos se realizan a proveedores nacionales y un 10% a proveedores locales (esto es debido a la imposibilidad física de las tiendas de almacenar productos de recambio para todos los modelos de automóvil).

⁵¹ Será interesante para la empresa reforzar aquellas líneas de producto cuyo porcentaje de margen bruto sea superior al porcentaje que su ponen de las ventas totales pues serán estas líneas de negocio las que aumenten la rentabilidad. Por ello, las políticas de incentivos deberán estar enfocadas a la venta de estos productos.

- En segundo lugar, se analizará el organigrama actual de las compañías del grupo examinando el papel de cada uno de los miembros y la propuesta que se les hará a los socios tras la fusión.
- Sistemas de información: se estudiará la situación actual de los sistemas de gestión operativa (tanto de la plataforma como de las tiendas) y los sistemas de contabilidad y reporting para identificar las necesidades de mejora a desarrollar con el objetivo de mejorar la gestión y el control de las tiendas.
- Contratos de arrendamiento: los locales de la compañía pueden ser o bien propiedad de la propia empresa o arrendados. Como hemos explicado anteriormente, a la hora de comprar la compañía existe la posibilidad de excluir de esta los locales en propiedad, permaneciendo la titularidad de los mismos en manos de los antiguos socios. Si esto ocurriera, será necesario llegar a un acuerdo con los socios vendedores para firmar un contrato de alquiler de las tiendas en locales en propiedad de los antiguos socios.

En el caso de las tiendas alquiladas con terceros, en el caso de la compraventa, salvo pacto en contrario, los nuevos socios se subrogarían en la posición de los anteriores manteniéndose las condiciones del contrato.

4.1.4 Plan de negocio y proyecciones financieras

A los miembros del comité de inversión se les deberá presentar una estrategia de futuro de la compañía que incluya tanto un plan de negocio actual como aquellas nuevas oportunidades que puedan surgir y que no estén consideradas en las proyecciones financieras (por ejemplo las oportunidades de incrementar los ingresos a través del aumento de la oferta de productos en las tiendas, la ampliación de los servicios prestados...).

La previsión de la evolución de las ventas y de los márgenes ha de ser calculada en superficie comparable o *Like-for-like* (LFL), es decir, se compararán las ventas y márgenes de una misma tienda año a año. Este dato es fundamental en el sector de la distribución para el análisis de la eficiencia de la compañía ya que ofrece una información que las ventas globales omiten. El análisis de las ventas de manera global no es suficiente ya que puede ocurrir que las ventas globales estén creciendo pero que la razón del crecimiento sea la apertura de nuevas tiendas y no la mejora en la eficiencia

de las existentes, dato que ofrece las ventas LFL. Por lo tanto, en las previsiones se deberá identificar el origen de las ventas.

Otro dato fundamental a tratar en las proyecciones financieras es la evolución de la estructura del capital de la sociedad. Como he comentado anteriormente, una de las principales características de las operaciones de capital riesgo es la compra apalancada. Se deberá estimar la evolución de la deuda durante los años proyectados y la consiguiente reducción de los gastos financieros derivados de la misma.

Para la elaboración de la cuenta de resultados proyectada se tendrán en cuenta todos los datos analizados anteriormente referentes al análisis de la compañía, del mercado y los planes de acción que se llevarán a cabo tras la adquisición. Este análisis servirá de apoyo a las estimaciones.

4.1.5 Análisis global de la compañía

Las conclusiones del estudio de todos los datos anteriores han de ser:

1. El análisis del funcionamiento de la compañía vendrá determinado por dos datos:
 1. Cifra de ventas de la compañía en total, incluyendo todas las tiendas (teniendo en cuenta que puede haber ido aumentando en número de tiendas o disminuyendo porque haya ido cerrando tiendas).
 2. Cifra de ventas, costes y márgenes *like-for-like* de la compañía: a superficie constante, es decir, las mismas tiendas comparadas año a año. Este es verdaderamente la medida de eficiencia de la compañía. Este dato se ha de comparar con el crecimiento del mercado para ver si la compañía ha ido mejor o peor que el mercado en la región en la que la empresa lleve a cabo sus operaciones⁵².
2. Posicionamiento de la compañía: ¿A qué tipo de cliente se dirige la compañía? en el segmento bajo, medio o alto⁵³. El posicionamiento va a determinar el surtido de las

⁵² Por ejemplo, una compañía que esté ubicada en Andalucía no tiene por qué preocuparse de si España va bien o mal, lo único que le interesa es la evolución del mercado de sus competidores en la región en la que está presente.

⁵³ En época de crisis es más conveniente estar ubicado en el segmento alto pues generalmente los márgenes serán mayores ya que el cliente estará dispuesto a pagar un mayor precio por el servicio

tiendas en cuanto a su amplitud y profundidad⁵⁴ (número de líneas de producto y número de productos por gama).

Es necesario conocer cuál es su posicionamiento real en precio respecto del mercado y cuál es el posicionamiento en precio a ojos del consumidor. El posicionamiento en precio determinará la estructura de las tiendas⁵⁵. Otro punto a estudiar es la existencia o no de la marca propia o no y su posicionamiento dentro de la oferta de productos en las tiendas⁵⁶.

4.1.6 Posibles sinergias

Por último se deberá analizar la posible existencia de sinergias tanto con empresas que son propiedad del fondo como con otras empresas cuya adquisición se prevea en el futuro. Estas sinergias son una de las razones de mayor peso a la hora de comprar una compañía ya que sólo por el hecho de fusionarla con otra se incrementa la eficiencia de ambas. Prueba de ello es que un gran número de empresas participadas por Fondos de Capital Riesgo crecen a través de la adquisición de otras compañías, conocido como *Build-up strategy*.

4.1.7. Elementos más influyentes en la decisión de compra

La conclusión del estudio de la compañía es responder a la pregunta ¿En qué es diferente esta compañía de las demás?

recibido. En esto también influye la capacidad de competir en precio. Si no tienes un tamaño suficientemente grande, con un nivel de volumen de compras, que te permitan competir en precio es recomendable huir de los sectores más bajos.

⁵⁴ Son muy amplias las posibles estrategias a seguir por las empresas de distribución en cuanto al surtido de sus tiendas, desde un surtido muy amplio con muy poca profundidad como Mercadona a estrategias completamente opuestas como por ejemplo Menaje del Hogar o FV.

⁵⁵ En definitiva el objetivo es transmitir al cliente la imagen real de la compañía. Según uno de los socios entrevistados, ex-consejero delegado de Menaje del Hogar “no solo basta con ser barato sino que además hay que parecerlo”. La estrategia seguida por Menaje del Hogar estaba enfocada a dar una imagen de “cutre y barato” que se correspondía con su oferta de productos, sin embargo, tras la adquisición de la compañía por el grupo Darty, estos llevaron a cabo una remodelación de todas sus tiendas para darles otro aspecto y, a pesar de mantener la misma estrategia de precios, las ventas cayeron porque la gente no creía que fuesen tan baratos.

⁵⁶ Por ejemplo, Supersol decidió no sacar marca propia y en su lugar llegó a un acuerdo con los proveedores para mejorar sus condiciones de compra si no sacaba la marca propia, argumentando que si la sacaba la cuota de mercado de los proveedores bajaría en la proporción de cuota de mercado que tuviera la marca propia. Tras la adquisición de la compañía (a través de una OPA) por la multinacional Ahold, una de las primeras medidas que llevaron a cabo fue la creación de la marca propia posicionándola como *discount* dentro de la oferta de las tiendas.

Independientemente de las cuentas hay que valorar si la compañía tiene futuro o no lo tiene⁵⁷. Según un miembro del comité de inversión de Impala Capital Partners y ex director general de varias empresas del sector de la distribución, analizando una compañía, si observamos que es capaz de ganar dinero vendiendo más barato que la competencia se trata de una compañía muy eficiente que, no solo ganará dinero ahora sino que probablemente lo seguirá ganando en un futuro. Sin embargo, si gana dinero pero es más cara que la competencia, lo normal es que en el largo plazo la compañía no vaya bien.

En definitiva, hay que ver si la compañía es diferente de la competencia o no y si es mejor compañía o es peor para: en caso de que sea mejor que las del mercado analizar cómo voy a hacerla ganar dinero haciéndola crecer; y si es peor que el mercado analizar qué puedo cambiar si es posible para hacerla ganar dinero y que valga después de lo que haga más dinero. Si hay que reformar la compañía o si, con ese modelo de éxito la voy a hacer crecer.

Esta idea es la que, independientemente de los datos económicos, va a tener un mayor peso a la hora de tomar una decisión de compra.

4.2 Proceso de compra de una compañía

4.2.1 Métodos de aproximación a los propietarios de las compañías

potencialmente comprables:

- “A puerta fría”: Los miembros de la sociedad gestora detectarán una compañía interesante en el mercado y acudirán directamente a sus propietarios para iniciar las negociaciones de compra.
- *Brokers* especializados en este tipo de transacciones: Existen compañías especializadas en ayudar a efectuar transacciones de capital riesgo por las que cobrarán su respectiva comisión (*Fee*).
- Bancos propietarios de compañías a través de su división industrial.

⁵⁷ Por ejemplo, tras el análisis de la compañía, el fondo XX (Confidencial) rechazó llevar a cabo una inversión en la cadena de supermercados Sanchez Romero (la cadena de distribución alimenticia más cara de Madrid, posicionada en los sectores más altos y con unos márgenes de hasta 20 puntos por encima de la media) ya que, a ojos de su comité de inversión la compañía no tiene futuro porque la gente no está dispuesta a pagar tanto más por ese plus en calidad.

- Consultoras: desde hace años las grandes consultoras (PwC, Deloitte...), además de ayudar en el proceso de *due diligence*, también ayudan en el proceso de compra a través de los departamentos⁵⁸ de fusiones y adquisiciones que se encargan de llevar a cabo las operaciones.
- Pequeñas *boutiques* de corporate: existen además pequeñas empresas dedicadas a la búsqueda de clientes para la venta de compañías.
- Bancos de Inversión: (Rothschild y Lazard) que tienen divisiones especializadas en compraventa de compañías (*Mergers and Acquisitions – M&A*).
- Otros ejecutivos del sector que han trabajado en otros proyectos de capital riesgo y que tienen la confianza del fondo, detectan alguna compañía del sector y la presentan al fondo, bien para simplemente intermediar la operación o para además para participar en la ejecución del proyecto (como miembro del consejo de administración, directivo...).
- El equipo directivo de una compañía que, ante la situación de venta de la empresa, prefieren seguir manteniendo el control de la compañía y para ello, buscan ayuda entre los fondos un accionista que le permita, además de seguir dirigiendo la compañía, tener una participación en la compañía (bien por inversión personal, por préstamo de la propia compañía para la compra de acciones o con alguna fórmula de *stock options*).

4.2.2 Primer informe interno de la sociedad gestora

Independientemente de cómo haya llegado el conocimiento de la operación a la sociedad gestora, el responsable dentro de la sociedad gestora de esta inversión deberá preparar un informe bastante sencillo con los datos generales de la sociedad y la razón a su juicio de por qué esta operación es de interés para el fondo. Este informe suele incluir la descripción de la compañía, sector en el que opera, número de empleados, evolución de las ventas, situación respecto de la competencia, número de tiendas...⁵⁹

Este primer informe será presentado a los miembros del comité ejecutivo de la sociedad gestora. La aprobación de este es condición necesaria y no suficiente para la aprobación de la operación.

⁵⁸ Este departamento suele recibir el nombre de Corporate Finance.

⁵⁹ Suele ser habitual en este tipo de operaciones que la compañía se niegue a dar datos relevantes acerca de la gestión de la compañía, en definitiva, la cuenta de resultados por tienda.

4.2.3 Formas de compra de una compañía

A la hora de comprar una compañía existen tres posibilidades:

1. Compra con contrato de confidencialidad y exclusividad: sería entre comprador y vendedor exclusivamente.
2. En subasta: el vendedor lleva a cabo una subasta, normalmente reducida a un número pequeño de posibles compradores. En un primer momento, cada uno de los posibles compradores deberá hacer una oferta tentativa no vinculante al dueño de la compañía. Posteriormente, el dueño invitará a aquellos compradores que estime oportuno a acudir a un *dataroom* donde pone a disposición de los mismos toda la información interna de la compañía para que posteriormente, tras analizarla en profundidad, cada uno de ellos haga una oferta vinculante y cerrada.
3. A través de una OPA en bolsa.

4.2.3 Informe para la presentación al comité de inversiones

Una vez que el comité ejecutivo de la sociedad gestora da el “visto bueno” para seguir avanzando en la negociación se comienza a desarrollar un informe para su presentación al comité de inversión del fondo.

A partir de este momento, en el que hay altas probabilidades de ejecutar la operación, se suelen firmar con la compañía vendedora acuerdos de confidencialidad para tener un mayor acceso a la información relevante de la compañía.

Una vez detectada una posible operación, se lleva a cabo una investigación a fondo de la compañía, que será presentada posteriormente al comité de inversión. Una vez que la negociación de compra está prácticamente cerrada, se comienzan a practicar las conocidas *Due diligence*, que consisten en “disecionar” la compañía y analizar cada una de las partes y que deberá estar terminado antes de la compra (*Vid infra. Due diligence*).

A la vez que se van practicando las *Due diligence* se comienza a elaborar un informe de inversión que se le presentará y deberá ser aprobado en acta por el comité de inversión de la sociedad gestora, oído el consejo asesor. Este será un requisito indispensable para poder llevar a cabo la compra⁶⁰. Este informe servirá además para justificar la inversión de cara a los partícipes del fondo. El informe podrá ser usado como medio de prueba de

⁶⁰ Los costes de la investigación se financiarán con la comisión de gestión de la sociedad gestora.

la diligencia del equipo directivo a la hora de tomar la decisión de compra en el caso de que la operación no funcionare y fueren procesados por ello.

4.2.4 Acuerdos de confidencialidad y exclusividad

En el proceso de compra de una compañía hay un momento a partir del cual el comprador exige un cierto tipo de información sensible para la compañía que va a ser comprada, estos es que en el caso de que la operación de compra no se produzca (Por ejemplo, en el caso de ser un competidor el posible comprador, información como la facturación de cada una de las tiendas puede ser utilizada por el mismo en perjuicio del vendedor). Por ello cuando se inicia un acuerdo de compra es absolutamente imprescindible la firma de un pacto de confidencialidad en el que debe estar perfectamente especificado la duración del pacto y las sanciones en caso de incumplimiento del mismo. (Anexo documentos 7 y 8, ejemplos de un acuerdo de confidencialidad y de exclusividad)

Al mismo tiempo se suelen firmar contratos de exclusividad con el posible comprador para garantizar que no hay otros posibles compradores analizando la compra. El objetivo de los mismos es que la gran inversión que se lleva a cabo en el proceso de valoración y *due diligence* no sea en balde.

4.2.5 Proceso de *due diligence*

El término *due diligence* significa la responsabilidad que tiene una persona prudente y responsable para investigar y detectar contingencias – en el contexto de una compra de una compañía esta responsabilidad es respecto del órgano de administración, los accionistas o cualquier persona a la que le pueda afectar la decisión de compra.

El proceso de *due diligence* es el proceso previo de investigación y análisis exhaustivo que realiza un inversor sobre una compañía con anterioridad a su adquisición o realizar una toma de participaciones sobre la misma⁶¹. Consiste en “diseccionar” las distintas áreas de la compañía (área financiera, legal, fiscal y laboral) para estudiarla en profundidad.

⁶¹ Debido al alto coste de este proceso sólo se lleva a cabo cuando las probabilidades de cerrar la operación son muy altas y se han establecido previamente los términos principales de la operación (estos suelen quedar reflejados en un documento formal denominado Carta de Intenciones).

Para poder llevar a cabo este proceso es necesario tener acceso a toda la información formal de la compañía (contratos, libros, registros contables...) para lo que previamente se han de firmar contratos de acceso y confidencialidad de la información.

En la práctica los procedimientos de *due diligence* se suelen externalizar asignando cada área de estudio a una empresa especializada (el ámbito legal suele ser estudiado por grandes despachos como Garrigues, Uría o Cuatrecasas y el ámbito financiero suele ser estudiado por el departamento de transacciones de empresas como Deloitte, PwC, KPMG o E&Y). Los recursos empleados en el proceso así como el tiempo invertido en el análisis dependerán tanto del tamaño como de la complejidad del negocio adquirido.

El objetivo principal del *due diligence* es identificar los posibles riesgos y las oportunidades de la transacción además de ser una herramienta indispensable para el conocimiento de la compañía por parte del comprador.

El precio de la operación estará normalmente condicionado a los resultados de la *due diligence*. Lo que se suele hacer para determinar el precio a pagar por la compañía es pactar en el Acuerdo de Intenciones un múltiplo sobre el EBITDA ajustado, es decir, el EBITDA una vez llevadas a cabo todas las correcciones que han sido detectadas en la *due diligence*.

Este proceso concluirá en un informe en el que se recogerá toda la información de la compañía y que se le presentará al comité de inversión.

4.2.6 firma y garantías del contrato de compra-venta

Los elementos esenciales que se deberán incluir en el contrato de compraventa son:

- El contrato debe de llevar la máxima información posible de la compañía, porque en caso de litigio con el vendedor toda la información facilitada se acepta como válida y verdadera, por lo que cuanta más información más ventajas a la hora de litigar.

- Es muy importante definir el precio , su forma de pago y las garantías en caso de incumplimiento (avales, dinero depositado en cuenta etc.) y en el caso de que se produzca un ajuste, la fórmula que operará (por ejemplo si a la hora de comprar una compañía y el vendedor se compromete por ejemplo a ganar una cantidad de dinero hacia final de año, pues bien , si a final del año el beneficio no es el esperado el precio deberá ajustarse y por lo tanto hay que definir el procedimiento).

- Las contingencias detectadas deben de especificarse perfectamente, aquellas de las que se tenga certeza se ajustaran al precio y aquellas que se sepan pero no sea posible su cuantificación se debe especificar el método de cobro cuando se produzcan (por ejemplo, un juicio que le faltan dos años y no se sabe el resultado, habrá que hacer una aproximación).

- Sobre las contingencias no detectadas en la *due diligence*, pero que pueden aparecer (Por ejemplo, tenemos abiertos 4 años de posible inspección fiscal y pueden inspeccionarnos o no y pueden multarnos o no) hay que definir cómo vamos a defendernos, como se lo comunicamos al vendedor y cuáles son las funciones y atribuciones de cada parte ante una posible contingencia.

- Siempre hay que tener previsto las contingencias fiscales, laborales, de la seguridad social...

Las contingencias se pueden dejar abiertas o limitadas, incluso decrecientes en el paso del tiempo, todo depende de la fuerza en la negociación de compra, normalmente son limitadas en función del tipo de contingencia y suelen disminuir en el tiempo por ejemplo las fiscales.

- Otro punto importante es cómo garantizarse el cobro de las contingencias, Avilés bancarios, depósitos en bancos, etc.

- También es muy importante tener un pacto de no competencia con los vendedores (esto es porque puede ocurrir que el vendedor, conociendo los puntos fuertes del negocio, cree otra compañía después de vendértela). Igualmente un pacto de no contratación del personal de la empresa durante un determinado periodo.

- También es fundamental que los anexos del contrato lleven por ejemplo todos los contratos que tenga la compañía fotocopiados, o las licencias de apertura de las tiendas, ya que en caso de litigio es fundamental que el notario haya recogido toda esta información.

- En el caso de pago en moneda diferente del comprador se debe establecer o seguros de cambio o provisiones de bandas de fluctuación cuando el pago es aplazado.

- Cada vez hay más cláusulas medioambientales en los contratos debido a su importancia actual

- Se deberán incluir también las nóminas de los empleados y sus contratos (porque a veces, en las empresas familiares especialmente, no se declara la totalidad de los salarios y después hay sustos al darse cuenta que cuales son los salarios reales).
- También hay que poner cláusulas de obsolescencia ya que en productos con fecha de caducidad te puedes encontrar con que hay que hacer un ajuste en el valor de las existencias.

En definitiva hay que dejar “todos los cabos bien atados” y que el contrato sea lo más completo y complejo posible para evitar posibles litigios posteriores.

Para la gobernabilidad de la compañía también se deberá firmar un pacto entre socios por los nuevos accionistas de compañía operativa que garantice el normal funcionamiento del consejo y órganos directivos y que especifique las posibles formas de venta posterior de la compañía (a un industrial, OPA, a otro fondo...) incluyendo siempre una cláusula de arrastre a favor del fondo⁶².

⁶² Una cláusula de arrastre es una cláusula entre socios que hace que si el accionista mayoritario decide vender el resto de accionistas están obligados a vender con él en las mismas condiciones y proporciones.

5. Conclusión

En los últimos años las inversiones por parte de los Fondos de Capital Riesgo en España han sufrido una importante caída.

La crisis económica en la que nos encontramos ha tenido graves consecuencias en los Fondos de Capital Riesgo: obtener financiación bancaria es cada vez más difícil y los tipos de interés han sido más altos, incrementando el coste de la financiación; se ha reducido el número de inversores que invierten en Fondos de Capital Riesgo; y por último se ha reducido el número de empresas potencialmente comprables. Por otra parte, las medidas fiscales del gobierno de limitación a la deducibilidad fiscal de los gastos financieros, limitación a la deducibilidad fiscal del fondo de comercio y la reducción de los coeficientes máximos de amortización fiscal tampoco han ayudado a mejorar esta situación.

Sin embargo, independientemente de las adversidades a la inversión expuestas en el apartado anterior, el punto fundamental de una operación de capital riesgo es la toma de decisión de invertir o no en una compañía determinada de un sector determinado.

Lo extraído de todas las entrevistas realizadas ha sido que a la hora de analizar una opción de compra de una compañía los modelos teóricos de valoración sólo sirven como una estimación del precio de la compañía y como una justificación del precio pagado por la misma.

A la hora de analizar la compra de una compañía son tres los elementos determinantes de la decisión:

- ¿Cuándo se va a poder vender la compañía?
- ¿A quién se le va a poder vender la compañía en el futuro?
- ¿Qué vamos a hacer para que la compañía valga más dinero?

La decisión final de compra estará fundamentalmente basada en la intuición del comité de inversión acerca de si la compañía será capaz de crecer lo suficiente como para ser vendida por un precio mayor al de compra. Por lo tanto, la fijación de este precio se convertirá en un elemento secundario en la toma de decisión.

Como comentó Carlos Guerrero, Presidente y socio fundador de Suala e Impala Capital Partners, en una de las entrevistas mantenidas “las variables más importantes como son el funcionamiento del día a día de la compañía o cómo lo van a hacer los gestores no te

las da ningún modelo”. Más adelante en la entrevista hizo referencia a la operación de Mivisa⁶³, una operación de gran éxito, en la que decía que haber pagado 50 millones de euros más o menos por la compañía no habría influido tanto en el éxito de la operación. Otro socio industrial de uno de los fondos españoles más importantes comentó en otra entrevista que “nunca había conseguido comprar una buena compañía a los precios teóricos iniciales proporcionados por los modelos, siempre al final hay que pagar más por las buenas compañías debido a la competencia de compradores y a la dificultad del propio proceso de compra”.

La reactivación económica que está experimentando España está ayudando a que numerosos inversores internacionales vengan a invertir a España, haciendo posible el reflotamiento de este sector aumentando el número y la envergadura de las operaciones que se llevarán a cabo.

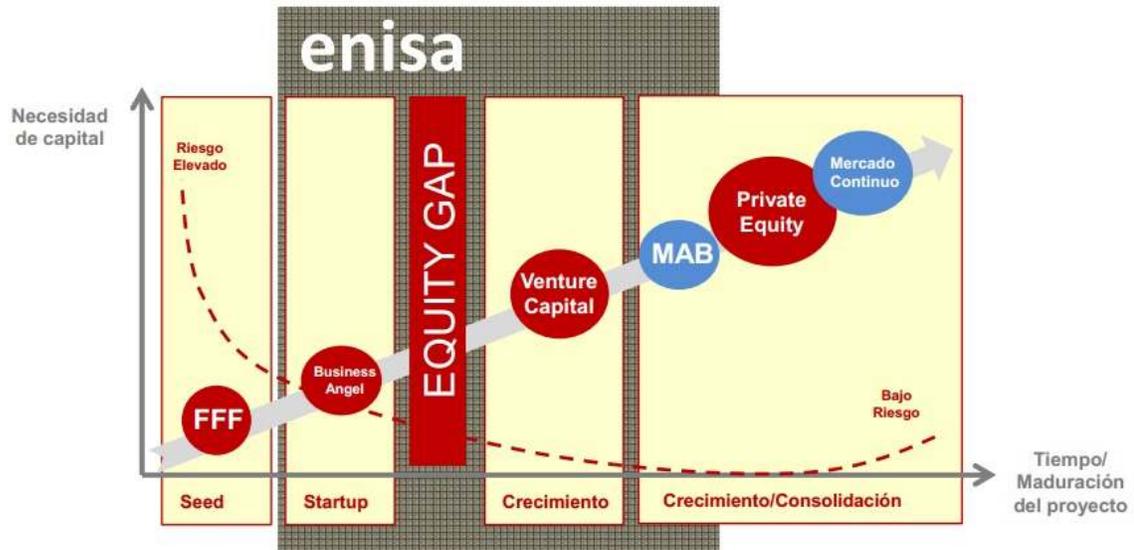
⁶³ Mivisa es la compañía líder española y tercera europea de fabricación de envases para la alimentación que fue comprada por Suala en el año 2001, vendida a CVC por el doble del precio de compra, que a su vez la vendió años más tarde a N+1, por el doble de su precio de compra otra vez y que, finalmente, fue vendida por N+1 en el año 2014 a un industrial por el doble del valor que la compraron. (Ver anexo documento 9, resumen de la operación de Mivisa por Impala)

6. Anexo

Documento 1

Fases de financiación en función del desarrollo

Fases desarrollo proyectos empresariales VS alternativas de inversión*



**La industria de capital riesgo en la fase de early stage como elemento clave en el ecosistema de emprendimiento". IE Business school

Documento 2*

Ejemplo de cláusula de limitación al objeto

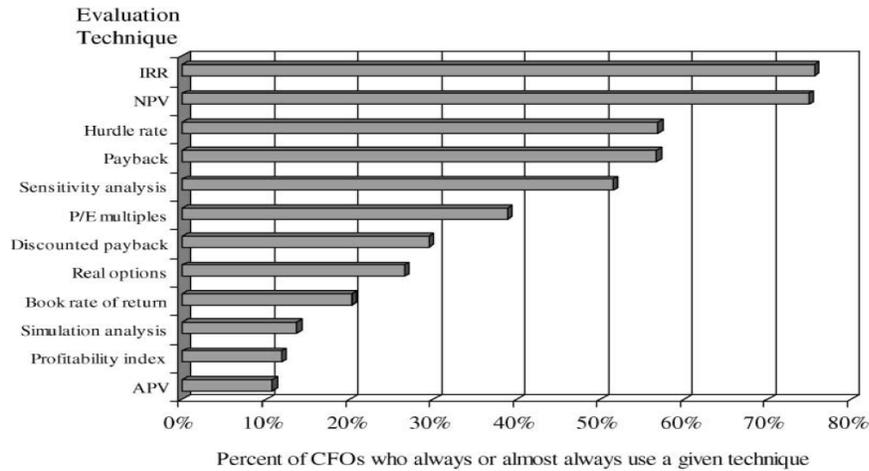
Política de inversión

El Fondo será constituido con el objetivo de realizar inversiones en empresas constituidas en España o cuyo negocio esté o sea dirigido principalmente desde España. El Fondo por sí sólo o con co-inversores se centrará fundamentalmente en la realización de operaciones "buy-out" cuya finalidad sea la adquisición de una participación de control.

Las inversiones del Fondo oscilarán aproximadamente entre los 20 y 70 millones de euros, aunque el tamaño de las inversiones en sociedades participadas estará sujeto a: (i) la discreción de la Sociedad Gestora; y (ii) los límites de diversificación mencionados a continuación. Las inversiones serán realizadas de manera selectiva en diferentes sectores de la economía española.

Documento 3

Modelos de valoración más usados en la práctica



Fuente: G. H. Smart, “The Art and Science of Human Capital Valuation” (2001). p 187

Documento 4*

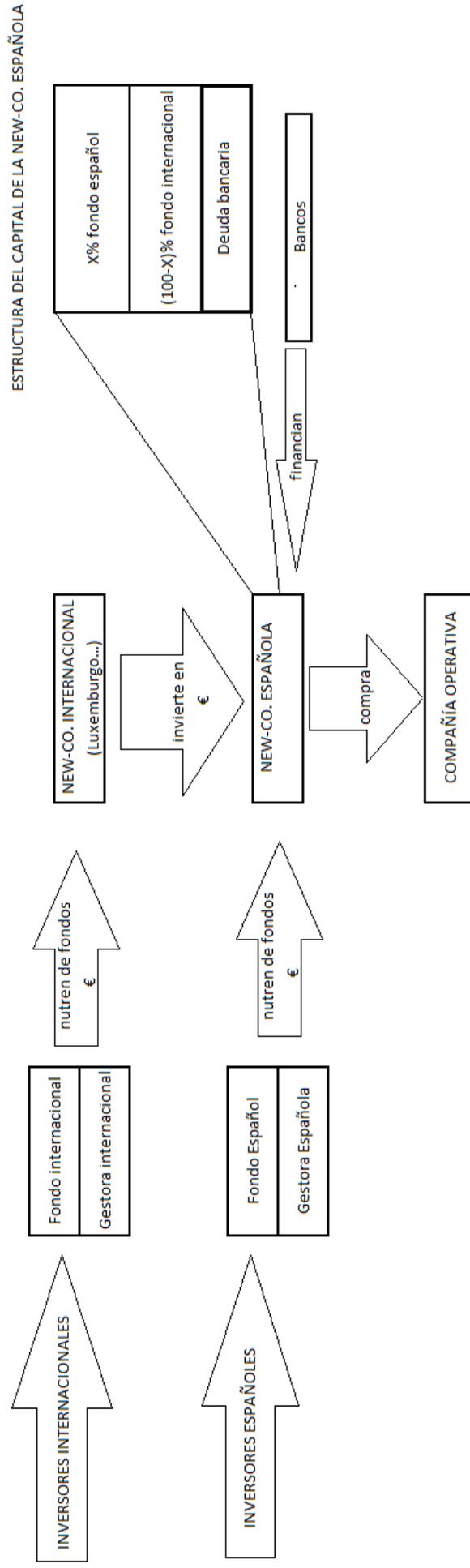
Ejemplo de limitaciones al periodo de inversión del fondo

Periodo de Inversión

No podrá solicitarse la aportación de Compromisos de Inversión a los inversores del FCR y la SCR una vez que haya transcurrido un periodo de cinco años desde el cierre final del FCR y la SCR, periodo que podrá ser prorrogado por un año por decisión de la Sociedad Gestora previa autorización del Comité de Inversores (el “Periodo de Inversión”). Sin perjuicio de lo anterior, si podrá solicitarse la aportación de Compromisos de Inversión con posterioridad a dicho periodo, en la medida que fuese necesario para (i) dar cumplimiento a acuerdos suscritos con anterioridad a la finalización del Periodo de Inversión, incluyendo la realización de inversiones fruto de acuerdos de exclusividad suscritos por el FCR y la SCR con anterioridad a la finalización del Periodo de Inversión, para (ii) realizar el pago de la Comisión de Gestión, gastos y demás responsabilidades del FCR y la SCR, y para (iii) realizar todas aquellas inversiones que no sean Nuevas Inversiones, siempre y cuando dichas inversiones sean realizadas dentro de un periodo de 3 años desde la finalización del Periodo de Inversión y no excedan el 20% de sus respectivos Compromisos Totales de Inversión.

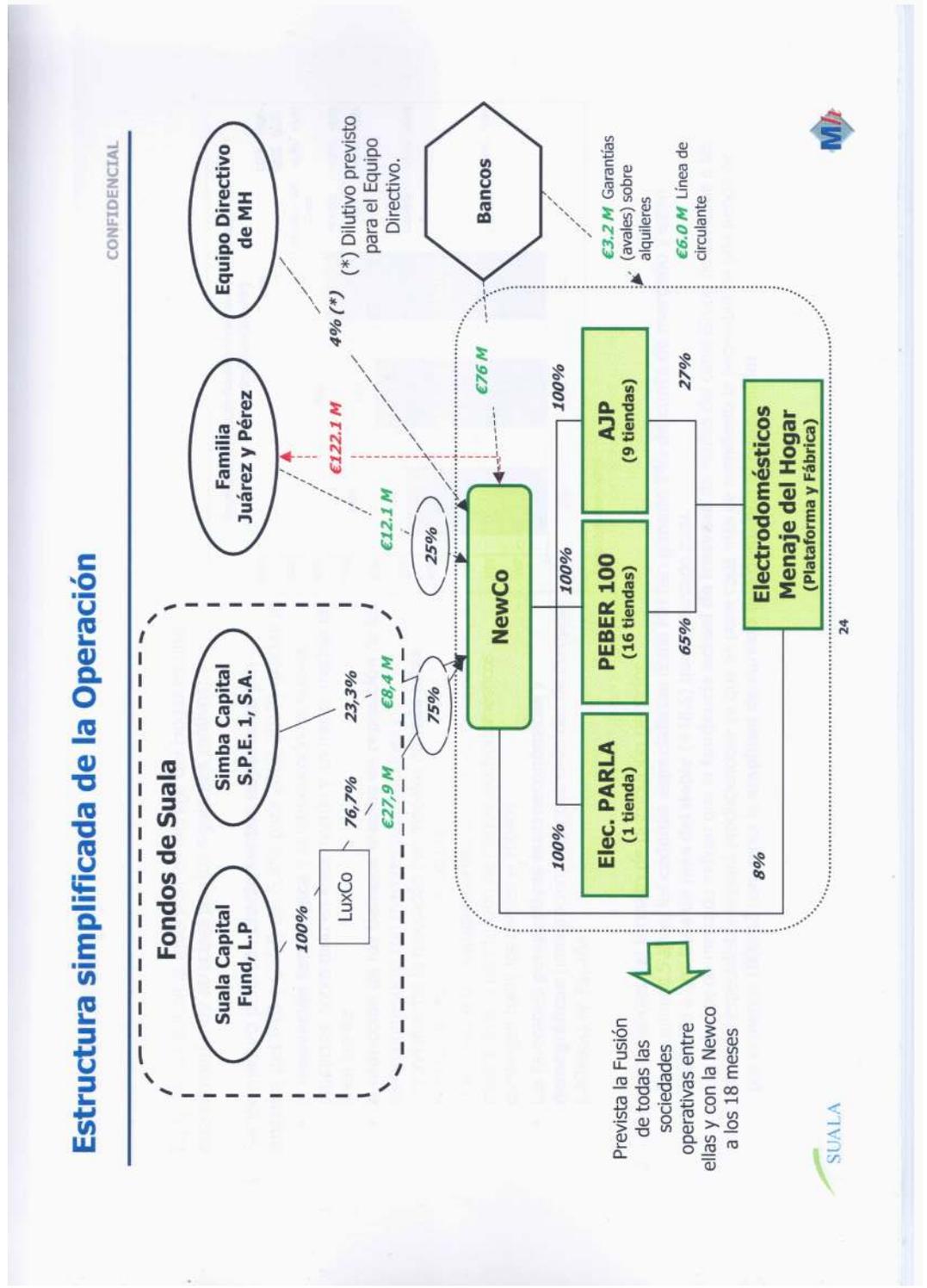
Documento 5

Esquema resumen de una operación de compra



*Fuente: Elaboración propia

Documento 6*
 Esquema resumen de la operación de compra de Menaje del Hogar por Suala Capital Partners (2003)



Documentos 7* y 8*

Ejemplo acuerdo de confidencialidad y exclusividad

De una parte, _____ con NIF nº XXX, en adelante
inversor. De otra parte D. _____ con NIF: _____, Director General de
_____, actuando en nombre de los socios de _____ así como de _____ en
adelante, el representante.

1 EXPONEN

Que ambas partes están interesadas en conocer detalles de los proyectos que Nervia Digital está analizando para invertir capital, teniendo estos un carácter confidencial, por lo las partes acuerdan establecer un compromiso de confidencialidad sujeto a los siguientes términos y condiciones:

2 INFORMACION CONFIDENCIAL

El término Información Confidencial se refiere las conversaciones mantenidas en las diferentes reuniones a celebrar, así como información y documentos que ambas partes pongan a disposición de la otra.

3 EXCEPCIONES A LA CONFIDENCIALIDAD

No será considerada como Información Confidencial:

- a) La información que las partes puedan probar que tenían en su legítima posesión con anterioridad al recibo de la Información Confidencial.
- b) La información que las partes puedan probar que era de dominio público en la fecha de la divulgación o pase a serlo, con posterioridad, por haberse publicado o por otro medio, sin intervención ni negligencia de la otra parte.
- c) La información Confidencial no se considerará incluida en las excepciones señaladas en a), b), simplemente porque tal información esté incluida en información más general, de dominio público o en posesión de las partes. Además, cualquier combinación de diferentes fragmentos de la Información Confidencial no se considerará incluida en las excepciones señaladas anteriormente, simplemente porque tales fragmentos sean individualmente de dominio público o estén en posesión de las partes, sino solamente si la combinación propiamente es de dominio público o está en posesión de las citadas partes de acuerdo con los apartados a) o b) de esta disposición.

4 OBLIGACIONES DE LA PARTE RECEPTORA.

Las partes acuerdan mantener totalmente en secreto la Información Confidencial recibida de la otra parte y no divulgar a terceros durante la duración de este Compromiso de secreto.

Las partes conceden total seguridad a la otra parte de que todos los empleados que tengan acceso a la Información Confidencial que les fuere entregada a los fines previstos en este Documento, mantendrán esta:

- a. En total y absoluto secreto.
- b. La emplearán exclusivamente en relación con su actuación profesional dentro de su ámbito de gestión.

La obligación de las partes respecto al mantenimiento del Compromiso de Secreto de la Información Confidencial, terminará a los diez (10) años a partir de la fecha de recepción de la Información Confidencial.

Respecto al uso de la Información Confidencial, las partes acuerdan utilizarla única y exclusivamente para la evaluación de la posibilidad de futuros proyectos en común.

5 MISCELANEA

Nada de lo que se establece en este documento podrá ser interpretado como una concesión expresa o implícita entre las partes de cualquier derecho de licencia o secreto industrial relativo a la Información Confidencial.

6 JURISDICCION

Las partes acuerdan someter todas las cuestiones y diferencias que pudieran producirse, derivadas del presente Compromiso de Confidencialidad a los Juzgados, Audiencias y Tribunales de Alicante, previa renuncia al Fuero que tuvieran en la actualidad o que pudieran tener en el futuro.

Y en prueba de conformidad con los términos y condiciones contenidos en este documento, las partes, mediante sus representantes debidamente autorizados, firman por duplicado el presente Compromiso de Secreto en el lugar y fecha del encabezamiento.

Fdo: D.

Fdo:

Petrer, 19 de Septiembre de 2009

Am. B.
Company
S.A.

Madrid, 27 de septiembre de 2012

DECLARACIÓN DE CONFIDENCIALIDAD

Estimado Señor,

En relación con la documentación e información que se nos facilita sobre la posible transacción en la sociedad OGE S.A. (en adelante la Sociedad), respectivamente le informamos:

- a) Esta información será tratada en todo momento con máxima reserva y confidencialidad, adoptando todas las precauciones necesarias para ello.
- b) La difusión de dicha información por nuestra parte será exclusivamente con la finalidad de acercar la Sociedad a ciertos círculos de usuarios que en la medida de lo posible intervinan en la misma.
- c) En particular, no efectuaremos esta información para los siguientes destinatarios o de aquellos que tampoco necesariamente o pudieran tener en el futuro con la Sociedad o con terceros con los que ésta tenga ahora o en el futuro relaciones comerciales o de negocios de cualquier tipo.
- d) En ningún momento divulgaremos esta información ni datos de carácter personal o perteneciente a terceros a personas que no sean:
 - a) nuestros empleados que desarrollen labores relativas a esta operación y sólo con esta finalidad, según indiquen las correspondencias y a quienes sea necesario las realizaciones que les incumban en esta materia, tanto en virtud de su relación laboral con nuestra sociedad como a título personal; o
 - b) nuestros asesores profesionales externos, en su caso, lo que los realizadores profesionales, una vez recibida la información, se les otorga una autorización expresa para que puedan realizar las actuaciones necesarias en virtud de su relación profesional con nuestra sociedad como a título personal; o
- e) Ninguna parte de esta información será divulgada a los medios de comunicación o a cualquier otro destinatario que no sea el que se indica en el presente documento.

Atentamente,

Estimado Señor,
Atentamente,

Documento 9*

Resumen de la operación de compra de Mivisa por el fondo Impala Capital Partners.

Ejemplo de creación de valor: Mivisa

En diciembre de 2001, el Fondo I adquirió Mivisa, el principal fabricante español de envases metálicos para alimentación con una facturación de 248 millones de EUR y un EBITDA de 48 millones de EUR, en una operación de adquisición apalancada. Durante los 40 meses que mantuvo esta inversión, Impala impulsó una serie de iniciativas que sirvieron para potenciar las ventas en un 38% y el EBITDA en un 51%, entre las que destacan: (i) nombrar a Ignacio Dolz presidente y consejero delegado para que ayudara a encauzar el crecimiento, (ii) establecer, en conjunto con el equipo directivo de la compañía, un plan estratégico para los próximos cinco años, (iii) racionalizar la cartera de productos para mejorar la concentración y la rentabilidad, (iv) expandir las ventas internacionales más rentables, especialmente en Francia, Portugal, Marruecos y Estados Unidos, (v) consolidar la cuota de mercado en España y (vi) mejorar la productividad invirtiendo en ampliar la capacidad de producción y la automatización de procesos. El Fondo I vendió su participación en Mivisa en marzo de 2005, con una TIR bruta del 65% y un múltiplo de 4,5 veces la inversión.

*Las fuentes de donde han sido extraídos los documentos del anexo 2, 4, 6, 7, 8 y 9 son confidenciales

7. Bibliografía

AGENTES LOCALES DE PROMOCIÓN DE EMPLEO DE LA DIPUTACIÓN DE ALMERÍA, “Manual de financiación para empresas” (2011), disponible en internet en: <http://creandofuturo.es/sites/default/files/statuses/documentos/Manual%20de%20financiacion%20para%20empresas.pdf>, consultada el día 14 de enero de 2014.

BODIE KANE M. “Investments and portfolio management” Mc GRAW HILL 9TH Edition.

CUMMING D. AND WALZ U. “Private Equity Returns and Disclosure Around the World, Sept 2006. Disponible en internet en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=514105, consultada el 24 de febrero de 2014.

Diller C. and Kaserer C. “What drives Private Equity returns?- Fund Inflows, Skilled GPs and /or Risk?” Center for Entrepreneurial and financial studies, (2005) Munchen University.

FERNANDEZ P. “Métodos de valoración de empresas” IESE Business School, Noviembre 2008, Documento de Investigación DI-771

LERNER J. and Willinge J. “A note on Valuation in Private Equity Settings” Harvard Business School, Rev April 8, 2002.

MARTÍN CARRETERO J.M. 19 septiembre 2009. “Tan fácil como hacer rosquillas: Cómo el capital riesgo se carga una empresa que funciona”. Consultada el 12 de Febrero de 2014 en <http://economistasfrentealacrisis.wordpress.com/2013/09/19/tan-facil-como-hacer-rosquillas-como-el-capital-riesgo-se-carga-una-empresa-que-funciona>.

STEPHEN H. PENMAN “Financial Statement Analysis and Security Valuation”, McGRAWHILL 5th edition 2013.

TITMAN, S. AND MARTIN, J. “Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions”, Pearson, Segunda edición. P. 373

Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

Real Decreto-ley 12/2012, de 30 de marzo, por el que se introducen diversas medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público.

Informes de Inversión de las siguientes operaciones:

- Superdiplo
- Menaje del Hogar
- (Confidencial)

Estatutos de constitución y disolución del FCR Valdivia LBO

Due Diligence de la operación de compra de Menaje del Hogar por Impala Capital Partners

Folletos informativos de los FCR:

- Impala Capital Partners
- N+1 Mercapital
- Suala Capital
- Vista Capital

Cuentas Anuales de las siguientes sociedades:

- Mivisa S.A.
- Superdiplo S.A.

Entrevistas realizadas por Álvaro Taboada de Zúñiga Caballo entre enero y junio de 2014 a:

- Carlos Guerrero Mayer von Wittgenstein (Presidente y socio fundador de Impala Capital Partners y Suala Capital)
- A.T.
- G.R.
- P.S
- J.N.R.