



La adquisición de Supersol

Una visión estratégica a una operación de M&A

Arjonilla Suárez, Borja

7/7/2014

El objetivo de este trabajo es aportar una visión estratégica a las razones por las cuales el grupo Maxima tomo la decisión de adquirir Supersol en el año 2012. En primer lugar se aportará un marco teórico sobre que exactamente es una operación de M&A además de los motivos estratégicos más comunes detrás de las mismas. Posteriormente se elaborará un estudio del mercado de la distribución alimentaria en ese momento así como un análisis estratégico de la operación. Finalmente se concluirá con una reflexión final acerca de la idoneidad de la operación y se aportaran posibles futuras líneas de investigación.

The objective behind this dissertation is to contribute a strategic view to the MBO of the Maxima group over Supersol that took place in 2012. Firstly we will provide a theoretical framework to what exactly is a M&A transaction as well as the most common strategic motives behind these kinds of operations. Subsequently we will elaborate a market research on the food distribution industry at the time as well as a strategic analysis of the transaction. We will end the dissertation with a reflection on the suitability of the operation and future potential lines of investigation which could enrich the knowledge on the topic.

Tabla de contenido

1. Introducción	4
1.1. Las operaciones de M&A	4
1.2. Objetivos del trabajo.....	5
1.3. Hipótesis de partida	5
1.4. Metodología.....	6
1.5. Procesamiento de datos	7
2. Marco teórico.....	8
2.1. Definición fusiones y adquisiciones	8
2.2. Tipos de operaciones	9
2.2.1. Etapa 1: El comienzo del desarrollo	9
2.2.2. Etapa 2: La expansión del negocio.....	10
2.2.3. Etapa 3: Deuda y ofertas públicas de venta.....	10
2.2.4. Etapa 4: Operaciones de fusiones y adquisiciones	17
2.2.4.1. Integración horizontal.....	18
2.2.4.2. Integración vertical	18
2.2.4.3. Fusiones y adquisiciones conglomeradas	19
2.2.4.4. Buy-outs	20
2.3. Motivos detrás de las operaciones de M&A.....	23
2.3.1. Sinergias	23
2.3.2. Búsqueda de economías de escala o gama	25
2.3.3. Incremento en el poder de mercado y crecimiento en las ventas	26
2.3.4. Mejora en la eficiencia del equipo directivo.....	26
3. El caso práctico	27
3.1. Historia de Dinosol Supermercados.....	27
3.1.1. Islas Canarias.....	27
3.1.2. Andalucía.....	28
3.1.3. Consolidación como marca	29
3.2. Dinosol en el año 2011.....	30
3.3. Previsión Económica a medio plazo.....	31
3.3.1. Caso Base	31
3.3.2. Caso impulsado por el CAPEX	32
3.4. Perfil del inversor: El Grupo Maxima	33
3.5. La operación de adquisición de Supersol.....	34

3.5.1. Mercado relevante.....	35
3.5.2. Cartera de establecimientos privilegiada	38
3.5.3. Estrategia clara y definida.....	39
3.5.4. Crecimiento robusto y creación de valor a largo plazo	45
4. Conclusiones	46
4.1. Síntesis de la operación	46
4.2. Análisis de la cuenta de resultados.....	46
4.3. Evolución del sector	48
4.4. Opinión personal sobre la operación.....	49
4.5. Futuras líneas de investigación	50
5. Anexo: Figuras y tablas	52
6. Bibliografía	63

1. Introducción

1.1. Las operaciones de M&A

El mercado de las fusiones y adquisiciones copa las portadas de los periódicos económicos desde hace algunas décadas, pero la realidad es que pese a la notable importancia que tomo durante el siglo XX, hablamos de una parte de las finanzas corporativas relativamente antigua.

La realidad es que la primera operación fue registrada a finales del siglo XVIII cuando la *East India Company* se fusiono con uno de sus principales competidores, con el objetivo de hacerse con el monopolio del comercio en la India. Sin embargo no fue hasta principios del siglo XX, cuando realmente comenzó a utilizarse de manera asidua. Por aquel entonces ocurrió lo que ahora conocemos como *the great merger movement*. Este fenómeno que tuvo lugar en EEUU desde 1895 a 1904, supuso el comienzo de lo que ahora conocemos como las grandes multinacionales.

Tanto es así que se estima que alrededor de 1,800 empresas desaparecieron al fusionarse con otra con el claro objetivo de adquirir una buena parte del mercado en el que operaban. La repercusión económica fue inmediata ya que la fusión de las mencionadas empresas representaba un 20% de PIB americano de la época, además de que supuso el nacimiento de firmas mundialmente conocidas incluso a día de hoy, como es el caso de General Electric, DuPont o US Steel. Algunas de estas fusiones resultaban obvias, en el sentido de que suponían la unión entre empresas homogéneas que claramente las convertían en más eficientes, ya que al ser en su mayoría muy intensas en capital, la consolidación les permitía reducir sus costes por las conocidas economías de escala y por lo tanto les hacía más competitivas. Otras sin embargo fueron parte de las denominadas *quick mergers*. Estas operaciones que tuvieron lugar debido a la clara tendencia del mercado a consolidarse, supuso que empresas de carácter heterogéneo se fusionasen con el único objetivo de ser más grandes. El resultado fue que las ganancias de eficiencia fueron mínimas, en algunos casos incluso negativas, debido a que resultaban en mayores costes que la competencia (Lamoreaux, 1988).

No cabe duda que a lo largo del siglo XX el mercado ha cambiado a la par que ha evolucionado convirtiendo estas operaciones previamente descritas en otras mucho más complejas, pero la esencia descrita anteriormente en el caso del *great merger movement* ha seguido siendo la misma. Las operaciones siguen ocurriendo, casi siempre por razones similares a las ocurridas en ese periodo y como se ha podido ver antes hay algunas que son exitosas y una gran mayoría que fracasan, pero a veces son la única manera de asegurar el desarrollo sostenible y por lo tanto la única manera de tener empresas del tamaño de General Electric por poner un ejemplo.

Por seguir con esta comparativa, y para dar evidencia del crecimiento de este mercado podemos hacer una simple comparación del número de transacciones y volumen de las mismas a principios del siglo XX, y los números que se manejan actualmente. Para homogenizar un poco la comparación dada la alta diversificación de las industrias desde el comienzo del siglo XX hasta ahora, he seleccionado el sector de la maquinaria. En este sector el número de operaciones que tuvieron lugar en 1899 (el año que más transacciones ocurrieron dentro de la década del 1895-1904) fue de 63 (Lamoreaux, 1988) mientras que en este mismo sector en 2013 fue de casi 1,500.

Por ello creo que un análisis del funcionamiento de este tipo de operaciones unido a un caso real puede ser de gran interés para el lector, ya que en mi opinión tiene dos vertientes realmente interesantes. La primera y la más teórica es la de entender cómo funcionan estas operaciones. La

segunda es la de analizar una transacción como fue la compra de Supersol por parte del grupo lituano Maxima desde el punto de vista estratégico, con la intención de entender las razones que pueden llevar a una empresa a comprar otra, y sobre todo que aspectos de la empresa y el sector se tienen en cuenta a la hora de hacer efectiva la compra

1.2. Objetivos del trabajo

Las fusiones y adquisiciones son operaciones de carácter muy amplio ya que tienen un componente de estrategia empresarial muy grande, lo que supone que existen numerosas razones para llevarlas a cabo. El objetivo principal del trabajo es hacer un estudio exhaustivo de la cuestión en cada una de sus fases y sus variantes, sin caer en aquellas que ocurren un de manera residual ya que se pueden considerar de menor interés para el lector.

Sin embargo se puede decir que todo esto no tiene mayor interés si no se le añade una visión crítica del proceso así como un ejemplo real y práctico de como ocurre en la realidad todo esto. Para ejercer este aspecto del trabajo, se ha seleccionado la empresa de supermercados Supersol. Aunque pueda suponer una sorpresa para el lector, Supersol ha sido en España una de las empresas más interesantes a la hora del estudio de las operaciones de 'M&A'. Esta empresa ha pasado por numerosas operaciones de estas características, desde una fusión hasta una adquisición por parte de un fondo capital riesgo, pasando por un LBO. En el trabajo nos centraremos sobre todo en la compra de estos supermercados por parte de la empresa lituana 'Maxima' en el 2012.

Como complemento a lo descrito, ejerceremos un estudio de las posibles razones que llevaron a un grupo lituano, a instaurarse en España, y sobre todo en un mercado tan competitivo y saturado como el de los supermercados. Este estudio se basará en la situación financiera por la que pasaba Supersol en ese momento así como las tendencias del mercado (players, crecimiento esperado, etc). Posteriormente se complementará todo esto con conclusiones críticas sobre la operación, sobre todo desde un punto de vista estratégico, teniendo en cuenta que al ser una operación anterior, se puede concluir si lo que se llevó a cabo fue un error o un acierto, al menos hasta este momento.

1.3. Hipótesis de partida

En las secciones anteriores hemos intentando mostrar la importancia que juegan las fusiones y adquisiciones en el crecimiento sostenible de las empresas. Sin embargo hay que puntualizar que no en todos los casos tienen el mismo resultado, y de hecho según datos recogidos por Bain & Company, únicamente un 30% de estas operaciones llegan a buen puerto. Como sabéis, este trabajo basa su lado práctico en el caso Supersol y como esta ha llevado a cabo las distintas operaciones por las que ha pasado, centrándonos sobre todo en la última de ellas. Realmente a día de hoy es todavía pronto para determinar si esta tuvo éxito o no, ya que no han pasado demasiado tiempo desde la compra por parte del grupo 'Maxima' lo que deja lugar a estipular una serie de hipótesis acerca del devenir de esta empresa.

En primer lugar hay que tener en cuenta que en el momento de la compra del grupo de supermercados, hablábamos de un mercado de alta concentración que aun continua siendo así. Desde la entrada a nivel nacional de Mercadona, este mercado ha pasado de ser uno de los más rentables y con mayor expansión debido a que se nutre de unas necesidades operativas de financiación negativas (es decir, recibe el dinero de los clientes al contado y paga a proveedores a 60 días), o todo lo contrario precisamente por la misma razón. Esto es así ya que si las ventas

disminuyen lo suficiente, el supermercado no es capaz de pagar a proveedores. Si esto continúa siendo así, la empresa continúa siendo incapaz de hacer frente a los pagos por lo que entra en lo que se denomina económicamente como barrena, o lo que es lo mismo, pierde dinero de manera continua hasta llegar a la quiebra. Precisamente Supersol cuando fue comprada por el grupo Lituano estaba en una situación similar, por lo que claramente hablamos de una situación casi extrema y que requería una inversión inicial enorme y que no aseguraba ni mucho menos la salida a flote de la empresa. La primera hipótesis que se puede sacar es claramente negativa, ya que pese a la capacidad de financiación de 'Maxima' unido a su reconocido *expertise* en el sector hacen que la operación comience con un hándicap excesivamente grande y demasiado complicado de sobrellevar.

Otro aspecto a tener en cuenta son las muchas veces por las que la empresa ha cambiado de manos. Existen numerosos artículos que hablan de la importancia de tener continuidad en la gestión de una empresa ya que muchos de los planes que son diseñados requieren un tiempo de gestación suficientemente grande como para asegurar resultados. Precisamente en este aspecto Supersol no es un ejemplo de idoneidad. Hablamos de una empresa que en las últimas dos décadas ha pasado por varias manos y además de distintas características, por lo que claramente suponen modelos de gestión muy diferentes. Esto crea un conflicto enorme dentro de la firma, ya que se puede afirmar que carece de plan estratégico como de cultura de trabajo dentro de la misma, ya que dependiendo del plazo en los que la empresa quiere resultado, puede que el trabajo se tenga que llevar a cabo de maneras muy distintas, lo que se maximiza si la empresa está en una situación económica desfavorable.

Por ello es más que probable que la última adquisición por la que ha pasado Supersol acabe siendo un fracaso, debido a que la reestructuración empresarial por la que tendría que pasar es de tal magnitud que realmente deja de tener sentido invertir en la mencionada empresa, ya que la rentabilidad esperada no sería lo suficientemente alta o al menos puede que no sea positiva en un plazo lo suficientemente corto.

1.4. Metodología

Este trabajo tiene un alto contenido teórico, pero por otra parte altamente necesario para poder entender con suficiente soltura la parte práctica del mismo. Por esta razón la idea es llevar a cabo una estructura lo suficientemente clara como para que el lector sin ser un experto en la materia consiga llegar a entender el porqué de las numerosas operaciones por las que ha pasado Supersol.

Realmente la metodología a seguir se puede considerar muy simple ya que nos apoyaremos sobre todo de libros de texto de la materia así como artículos que hablen de los temas expuestos en el trabajo. Lamentablemente a diferencia de muchos otros temas en las finanzas, se puede decir que no hay autores o artículos de referencia mundial, por lo que seleccionaremos aquellos que creemos que hablen de la materia de una manera clara y sencilla, ya que facilitará que se entienda mejor el trabajo. A esto habrá que añadirle artículos de un carácter más empresarial o publicados por revistas menos académicas.

En el lado práctico nos apoyaremos en absolutamente todas las bases de datos que puedan aportar datos sobre la adquisición de Supersol por parte del grupo Maxima. Con esto hablamos de datos

oficiales del sector, así como análisis recogidos de analistas profesionales o artículos recopilados de herramientas puramente utilizadas en el sector como pueden ser Alimarket o Sabi.

1.5. Procesamiento de datos

En este trabajo a diferencia de algunos que puedan ser mucho más empíricos, el procesamiento de los datos puede considerarse relativamente simple. Realmente las bases de datos de las que hemos hablado anteriormente, son a veces tan complejas que dificultan el entendimiento de los mismos, por lo que se puede decir que realmente la dificultad en el procesamiento de datos va a residir aquí.

Tendremos que saber filtrar aquellos datos que puedan ser de interés de los que no lo son, y todo esto mientras conseguimos presentarlos de la manera más adecuada. Es decir, es muy probable que el trabajo exija una serie de adaptaciones utilizando Excel, que posteriormente nos permita hacer gráficos de buena calidad o tablas que muestren los resultados lo más claro posibles.

Desde el aspecto teórico el procesamiento de datos va a ser de nuevo basado en la filtración de datos, ya que es muy probable que haya que seleccionar muchos artículos y libros de texto diferentes para encontrar las definiciones más claras sobre la materia comentada en el trabajo, con el objetivo de aportar la mejor información posible.

2. Marco teórico

2.1. Definición fusiones y adquisiciones

Los términos fusiones y adquisiciones significan la combinación empresarial de dos empresas para formar una única. Estos dos términos suelen ir de la mano principalmente por el acrónimo inglés M&A (mergers and acquisitions), aunque realmente existen diferencias entre estos dos tipos de operaciones.

Una fusión es una combinación corporativa entre dos empresas generalmente de tamaños similares. Esta combinación suele provocar que las acciones de las sociedades independientes desaparezcan, formando una nueva sociedad que englobe los patrimonios de las dos sociedades. Sin embargo este no es el único tipo de fusión que puede tener lugar, ya que pueden existir por ejemplo fusiones por absorción, donde la sociedad dominante absorbe otra sociedad independiente, el resultado es que como en el caso anterior los patrimonios se ven unificados, pero la denominación de la sociedad dominante se mantiene. Existen numerosos ejemplos de fusiones ya que se trata de una práctica habitual, pero un ejemplo reciente de ello puede ser la fusión de Banesto y el banco Santander. En este caso ambos patrimonios se han unificado, aunque únicamente se ha mantenido la denominación social del segundo.

Por otro lado una adquisición es cuando una empresa decide comprar otra, pero subsecuentemente no se crea una nueva sociedad. En este caso los patrimonios no se fusionan, y en muchos casos las denominaciones independientes se mantienen. En la adquisición, la empresa dominante que compra la sociedad se hace con el poder sobre todos los activos de la sociedad, así como sus pasivos, por lo que pasa a ser el responsable de las deudas incurridas por la sociedad adquirida. Un ejemplo de una adquisición reciente puede ser la compra de WhatsApp por parte de Facebook.

Las adquisiciones tienen una característica principal que las diferencia claramente de las fusiones. Como ya se ha mencionado antes, una fusión no deja de ser un acuerdo entre dos sociedades, pero sin embargo una adquisición puede ser amistosa u hostil (Schnitzer, 1996). Una adquisición amistosa tiene lugar cuando el equipo directivo de la empresa adquirida llega a un acuerdo con los interesados en adquirir la empresa. Por ejemplo la compra de ONO por parte de Vodafone es un claro ejemplo de una adquisición amistosa, ya que los responsables de la primera estaban totalmente de acuerdo en la operación.

Por el contrario una adquisición hostil tiene lugar cuando el equipo directivo de la potencialmente adquirida se resiste a ser adquirida, lo que suele conllevar que si finalmente la operación tiene lugar, el equipo directivo de la empresa adquirida suele ser despedido. Esta situación suele ocurrir en empresas cotizadas, y el término que suele utilizarse es el de oferta pública de adquisición (OPA) hostil. Según la CNMV para considerarse una OPA, la oferta de adquisición de acciones tiene que igualar o superar el 30% del capital de la sociedad afectada, y para que esta se considere hostil no puede existir un acuerdo tácito o expreso entre la empresa oferente y la dirección de la empresa opada (CNMV, 2007). Un ejemplo de una OPA hostil es por ejemplo la que la empresa de telefonía Vodafone lanzó sobre la alemana Mannesmann a comienzos del año 2000.

Por lo tanto se puede concluir que realmente la diferencia existente entre una adquisición amistosa y una hostil es únicamente el grado de amistad existente entre el equipo directivo de las dos

empresas involucradas (www.investopedia.com), ya que a efectos prácticos el resultado es exactamente el mismo.

Cabe destacar que a lo largo de este trabajo, por cuestiones de sencillez no diferenciaremos entre los términos fusiones y adquisiciones, ya que como se ha dicho anteriormente a efectos prácticos no se suele diferenciar entre estos, por lo que a partir de ahora independientemente de a cual nos refiramos los denominaremos o bien fusiones y adquisiciones, o M&A que es el acrónimo anglosajón y el más utilizado en esta materia.

2.2. Tipos de operaciones

Las operaciones de M&A son un proceso lógico hacia el desarrollo de una empresa. Llegado a un punto determinado de madurez, las empresas necesitan de una operación de estas características para garantizar el crecimiento de la firma. Hasta ese punto hay tres etapas previas que son fundamentales también en el crecimiento de la empresa y que son las que aportan la madurez a la misma. Este ciclo se puede repetir tantas veces sea necesario, y de hecho con el paso del tiempo se está acelerando cada vez más, debido a la necesidad continua de cambio para ser competitivos. El siguiente gráfico muestra el proceso de madurez por el que pasa una empresa:

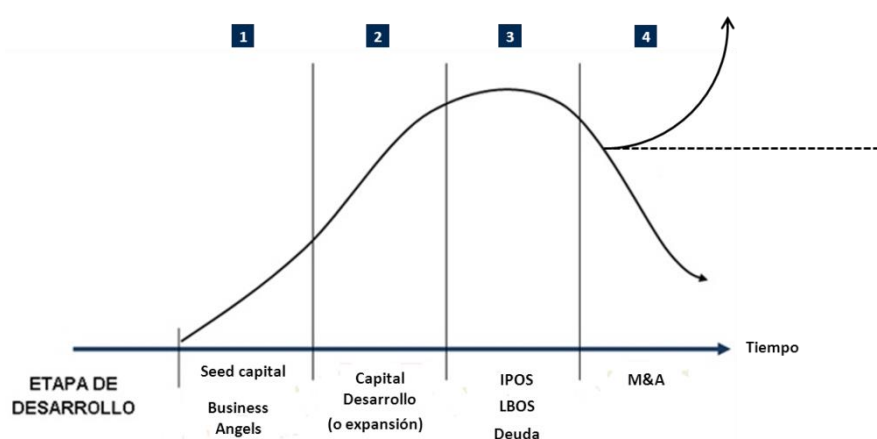


Figura 1: Etapas de desarrollo de la empresa

En este trabajo nos centraremos principalmente en las etapas tres y cuatro que son las aplicables a nuestro caso práctico. Daremos un enfoque teórico de lo que son este tipo de operaciones al detalle, para posteriormente ver los motivos estratégicos por los que una empresa puede incurrir en este tipo de operaciones, y finalmente analizar desde el punto de vista estratégico la adquisición de la cadena de supermercados Supersol por parte del grupo de distribución Maxima.

2.2.1. Etapa 1: El comienzo del desarrollo

La primera etapa del desarrollo de una empresa es la que se suele atribuir a las start-ups. A diferencia del resto de etapas que pueden llegar a repetirse durante la vida de una empresa, esta primera etapa suele ocurrir únicamente cuando se crea la sociedad en cuestión. Generalmente cuando nos referimos a esta primera fase de crecimiento solemos hablar de *seed capital* (o capital semilla) y *business angels*, ya que son las principales maneras de obtener financiación para llevar a cabo una idea de negocio que es nueva y donde los principales socios, suelen ser personas sin experiencia previa en la gestión de una empresa. A continuación ofreceremos una breve descripción de en qué consisten estos dos tipos de obtención de financiación.

2.2.1.1. Seed capital

El capital semilla es el capital que se aporta a una empresa de reciente creación para crear o desarrollar el producto que pretende vender hasta que esta genere flujos de cajas suficiente como para poder continuar con su negocio (Investopedia, 2014). Este tipo de financiación se suele ofrecer a cambio de una participación dentro de la empresa relativamente grande, con el objetivo de cuando esta genere beneficios, vender a los fundadores la mencionada participación y sacar una buena rentabilidad por la inversión (Investopedia, 2014).

2.2.1.2. Business Angels

Los *business angels* son un tipo de financiación muy similar al capital semilla, ya que se basa en la aportación de capital para la empresa, hasta que esta sea capaz de generar beneficios por ella misma a cambio de una participación dentro de la empresa. La principal diferencia entre el capital semilla y los *business angels*, es que estos últimos también aportan *know-how* a los creadores y buscan recuperar su inversión por contrapartida a sacar una alta rentabilidad. Generalmente suelen ser personas que tienen mucho patrimonio y que invierten en ideas con las que se sienten identificados (Entrepreneur, 2014).

2.2.2. Etapa 2: La expansión del negocio

Llegados a esta etapa, la empresa ha sido capaz de ser rentable por sí misma y genera beneficios. Sin embargo es muy probable que estos no sean demasiado altos y que el valor añadido que genera la empresa no es suficientemente atractivo como para atraer inversores meramente por el proyecto. En este punto hay que tomar la decisión de mantenerse siendo una pequeña empresa, o ser ambiciosos y buscar capital desarrollo (o expansión) para poner en marcha nuevas inversiones que hagan crecer a la empresa. El siguiente extracto pretende definir en pocas palabras lo que conocemos como capital desarrollo.

2.2.2.1. Capital Desarrollo

Este término, conocido en inglés como Growth Capital es un tipo de inversión que suele atribuirse a los fondos de capital riesgo, cuando a través de la compra de una participación minoritaria en una empresa madura invierten capital para que esta sea capaz de llevar a cabo planes de expansión o de reestructuración que no pueden acometer por sí solas, asegurando el crecimiento de la misma a medio plazo (Wikipedia, 2014). Este tipo de capital puede llegar a considerarse parte de la tercera etapa debido a que las partes involucradas en las operaciones son las mismas, aunque bien es verdad que el grado de madurez de las empresas suele ser menor cuando acuden al capital desarrollo.

2.2.3. Etapa 3: Deuda y ofertas públicas de venta

La tercera etapa la podemos considerar el *trigger* de la rentabilidad. Llegados a este punto las empresas son más que rentables por sí mismas, y probablemente han acometido ya varios planes de expansión o reestructuración. En este momento es cuando los inversores demandan adquirir rentabilidad por sus inversiones, a sabiendas que la empresa tiene la capacidad de satisfacer sus expectativas. Esta etapa ya empieza a ser muy recurrente en aquellas empresas lo suficientemente maduras, ya que es bastante usual el incurrir en deuda a menudo para aumentar la rentabilidad, o que con el cambio de control de una empresa esta pase de privada a pública y viceversa. Para este trabajo la importancia de esta etapa reside en que el grupo Dinosol ha pasado en momentos de su historia tanto por una LBO como por una entrada y salida a bolsa, por ello explicaremos con detalle

en qué consisten estas operaciones, para cuando llegemos al caso práctico, centrarnos únicamente en el lado estratégico de la operación de adquisición de Supersol por el grupo lituano Maxima.

2.2.3.1. Leveraged Buyout (LBO)

Un LBO se define como la adquisición de una empresa utilizando una notable cantidad de deuda y sobre todo utilizando la capacidad de repago de deuda de la compañía adquirida. Como ya hemos mencionado anteriormente, este tipo de adquisiciones son más comunes entre los *private equities*, aunque es cierto que cada vez es más común entre las compañías industriales, debido a las altas rentabilidades que se pueden llegar a obtener utilizando este método (Carvajal, 2007).

En todas las operaciones LBO, existes una necesidades de financiación, que son: la contraprestación pagada al vendedor (comúnmente conocido como el *equity value*), la deuda asumida por parte de la empresa adquirida (que es la que tiene que refinanciarse) y los gastos de la operación (Carvajal, 2007). Estas necesidades se financian siempre con fondos propios y deuda, razón por la que la rentabilidad que se puede obtener es mayor que en transacciones de otras características.

La deuda en la que se incurre, puede obtenerse de muchas maneras aunque suele hacerse con tramos. El siguiente ejemplo muestra la estructura, los tramos y plazos más habituales en una operación de estas características (Carvajal, 2007):

- Tramo A: Deuda Senior a 7 años amortizable
- Tramo B: Deuda Senior a 8 años a vencimiento (bullet)
- Tramo C: Deuda Senior a 9 años bullet
- Second Lien: Deuda subordinada (2º ranking) a 9,5 años bullet
- Mezzaine: Deuda subordinada (3er ranking) a 10 años bullet
- Lineas adicionales de crédito para circulante (RCF) y para inversiones (Capex)

Fuentes	€ mm	%	xEBITDA ⁽¹⁾	Usos	€ mm
Equity	25	25,0%	2,1x	Equity Value	80
Mezzanine	12	12,0%	1,0x	Deuda refinanciada	18
Second Lien	6	6,0%	0,5x	Gastos operación	2
Total Deuda Subordinada	18	18,0%	1,5x		
Tramo A	33	33,0%	2,8x		
Tramo B	12	12,0%	1,0x		
Tramo C	12	12,0%	1,0x		
Total Deuda Senior	57	57,0%	4,8x		
Deuda Total de Adquisición	75	75,0%	6,3x		
Total Fuentes al Cierre	100	100,0%	8,3x	Total Usos al Cierre	100
Línea de Capex	20				
Línea Circulante	10				

(1) Asumimos EBITDA de €12 mm

Figura 2¹: Estructura y plazos de una operación LBO

Este tipo de operaciones también están muy restringidas por ley, debido a sus características (se incurre en mucha deuda lo que puede perjudicar a la sociedad adquirida gravemente). La ley principal que condiciona este tipo de operaciones es la ley de asistencia financiera (art. 81.1 de la ley de asistencia financiera): "La sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar

¹ Ejemplo y gráfico obtenido de: Carvajal, Estanislao. "Introducción a las operaciones de LBO." Presentación ICADE. ICADE. Alberto Aguilera 32, Madrid. 19 Dec. 2007. Lecture.

garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero”. La principal implicación de este artículo de la ley, es que la deuda utilizada para la compra de la empresa target no puede tener ni garantías personales ni garantías reales de la misma, con el objetivo de asegurar en cierta medida la viabilidad de la empresa, y que se le repague a los acreedores de la deuda, ya que si no se hiciese de esta forma, a la mínima que la operación no saliese bien, la empresa adquirida podría entrar en concurso y los a los acreedores solo se les pagaría con los activos de la misma. Por esta razón, la empresa interesada en adquirir a otra a través de una LBO, crea una sociedad vehículo (o holding) que es la que compra las acciones a través de la financiación de deuda y recursos propios, y así limitar los riesgos. La estructura societaria podría ser la siguiente:

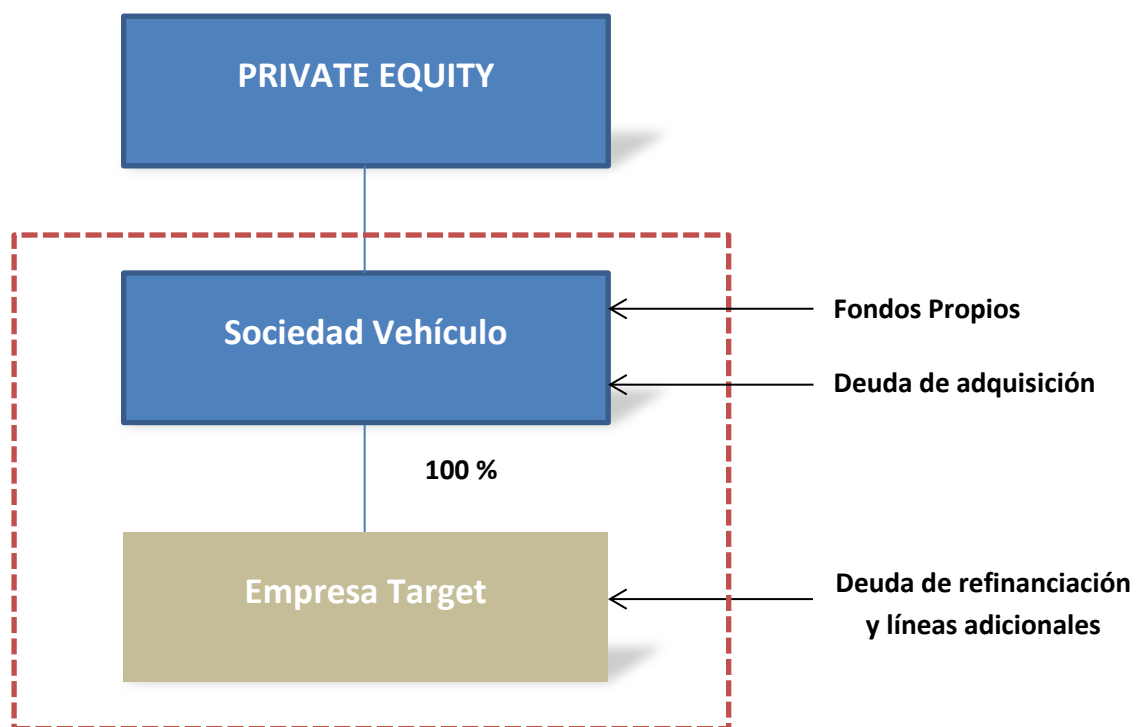


Figura 3: Estructura societaria LBO

La estructura como se ha podido ver es simple, y relativamente predecible teniendo en cuenta las características de la operación. Por otro lado hay otro aspecto que es de vital importancia y que es donde reside la rentabilidad y la viabilidad de la empresa adquirida, ¿Cuánta deuda cabe en una empresa?. Como ya hemos podido ver, el objetivo de un LBO es financiar la compra con el mayor apalancamiento financiero posible, por lo tanto hay que conseguir establecer cuanto es el máximo de deuda en la que la sociedad puede incurrir. El primer elemento a tener en cuenta para determinar el importe es la capacidad de generación de *cash flow* por parte de la empresa adquirida. Si una empresa tiene flujos de cajas muy estables, el ratio de deuda podrá ser mayor, ya que la probabilidad de que esta pueda pagar sus obligaciones es muy alta. Si por otro lado hablamos de una empresa con flujos de cajas muy inestables o estacionales, no es aconsejable utilizar este método para llevar a cabo la compra. El importe máximo de la deuda, siempre será aquel que permita un ratio de cobertura del servicio razonable durante toda la vida de la financiación (Carvajal, 2007). Esta cobertura debe ser aceptable no solo bajo la hipótesis del plan de negocio de la empresa, si no

también bajo diferentes escenarios de sensibilidad (Carvajal, 2007). La siguiente figura resume el cálculo del ratio de cobertura al servicio de la deuda (DSCR):

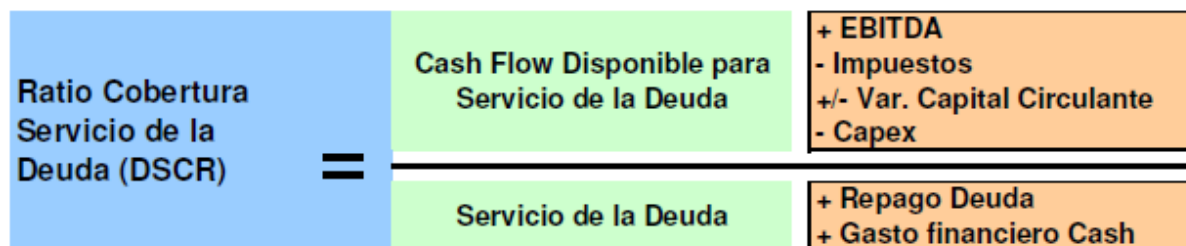


Figura 4²: Cálculo DSCR

Sin embargo, la estabilidad de los flujos de caja (o la capacidad de generar flujos de caja) no es el único factor a tener en cuenta aunque sí el más importante, la siguiente tabla muestra algunos de los factores adicionales a tener en cuenta a la hora de decidir la capacidad de deuda de la empresa:

Actor	Factores
Target	<ul style="list-style-type: none"> • Tamaño • Visibilidad de los cash flows • Rentabilidad • Posición competitiva • Activos • Management
Industria	<ul style="list-style-type: none"> • Crecimiento esperado • Dependencia de los ciclos • Competencia
Mercado de sindicación	<ul style="list-style-type: none"> • Tamaño de la operación • Límites “psicológicos” • Apetito de los inversores • Operación en mercado (pipeline) • Momento en el año
Otro	<ul style="list-style-type: none"> • Calidad/prestigio del sponsor • Competencia entre bancos

Figura 5³: Factores adicionales capacidad deuda LBO

Las LBOs pueden ser de cualquier tamaño (nos referimos al montante en unidades monetarias de la operación), pero si esta es de un tamaño considerable, la deuda se suele syndicar o dividir entre

² Ejemplo y gráfico obtenido de: Carvajal, Estanislao. "Introducción a las operaciones de LBO." Presentación ICADE. ICADE. Alberto Aguilera 32, Madrid. 19 Dec. 2007. Lecture.

³ Adaptado de Carvajal, 2007.

varios bancos. Estos bancos que se encargan de generar la estructura y asegurar que la operación se lleva a cabo desde el punto de vista financiero se llaman Mandated Lead Arrangers (MLA). Estas reciben una comisión por estructurar y asegurar (siempre un porcentaje de la operación) que no suele superar el 2% (Carvajal, 2007). Una vez que en una operación LBO se asume el papel MLA hay una serie de fases que es necesario llevar a cabo. La siguiente lista es un resumen genérico de las mismas:

1. Análisis preliminar de la operación (target, industria, plan de negocio, equity story, etc) y estructura de la financiación.
2. Oferta indicativa que incluye: importe de la deuda, tramos, márgenes, comisiones y resumen de los principales términos y condiciones (Term sheet), sujeta a los distintos comités.
3. Análisis de las auditorías previas a la compra (Due diligence) que suele constar de los siguientes informes: financiero, fiscal, comercial, legal, medioambiental (si lo requiere), de seguros y del management.
4. Gestión de las aprobaciones internas: elaboración de la propuesta de crédito (estructura target, industria, análisis financiero histórico, análisis business plan, análisis de sensibilidad, conclusión).
5. Oferta firme sujeta a documentación.
6. Negociación de la documentación: mandato, contrato de financiación (limitaciones, covenants, repago anticipado, etc), contrato de garantías, acuerdo entre acreedores, etc.
7. Cierre y firma de la operación.
8. Sindicación: invitación a bancos, fijación de comisiones, cuaderno informativo (info memo), presentación a los bancos (management presentation), y visita a las instalaciones (site visit).
9. Seguimiento/ gestión del portfolio: control financiero, gestión de aprobaciones (waivers).

Visto ya el proceso al completo, hay que destacar que como cualquier otro método de compra o fusión, tiene aspectos positivos así como negativos que conviene mencionar. Desde el lado positivo se puede decir que reduce el importe de fondos propios a utilizar (ampliación de capital, etc) que sin lugar a dudas es una fuente de financiación más cara que la deuda. Si esta operación se lleva a cabo por parte de un fondo capital riesgo, este puede diversificar sus inversores, lo que puede llegar a ser una ventaja a la hora de conseguir la financiación necesaria. La rentabilidad obtenida mediante el ahorro de impuestos, es el principal factor por la que se elige este método, ya que como sabemos, la deuda permite deducir impuestos. Por último, el depender de una serie de obligaciones crea disciplina ya que hay unos pagos periódicos que la empresa tiene que pagar obligatoriamente, por lo que se le impone al equipo directivo una gestión mucho más eficiente de los flujos de caja de la compañía, lo que la hace más competitiva.

Por otro lado, no todos son aspectos positivos, y hay factores negativos que hay que sopesar a la hora de iniciar un LBO. En primer lugar, el contrato de financiación como sabemos impone una serie de *covenants* que dependiendo del montante de la operación, puede llegar a limitar gravemente a la gestión, que igual no puede llevar a cabo planes estratégicos que requieren mucha inversión. El accionista es el principal damnificado, ya que los dividendos se limitan, debido a que los excedentes de caja generados, se suelen utilizar para el repago de la deuda antes que para el pago a los accionistas. Si el cálculo de la deuda que puede soportar la empresa es erróneo, puede darse la situación de que se llega a un apalancamiento excesivo que la empresa puede no llegar a soportar, lo que potencialmente acaba derivando en la insolvencia y por lo tanto en el fin de la empresa.

2.2.3.2. Initial public offerings (IPO)

Una IPO es lo que en castellano se conoce como una oferta pública inicial. La oferta pública inicial se define como el proceso por el cual un emisor registra sus valores con la Comisión Nacional de Valores (o el equivalente si se trata de un país extranjero) y ofrece los valores al público (Barsallo, 2002), es decir, pasa a cotizar en el mercado bursátil. Este tipo de operaciones se llevan a cabo por tres razones principales que son: recaudar capital, adquirir credibilidad en el mercado y obtener liquidez.

Recaudación de capital: No cabe duda que una IPO es una forma rápida de recaudar capital, generalmente este tipo de operaciones suelen generar unos 100 millones de Euros, una cifra nada despreciable para sus inversores iniciales, que lo ven como una forma idónea de sacar rentabilidad al capital invertido. En casos extremos se pueden llegar recaudar cantidades de dinero que no podrían ser recaudadas de otra forma, un ejemplo de ello es el caso de Facebook en 2012 que salió a bolsa por un montante de 16.000 millones de dólares (Rusli, 2012). Este capital además de remunerar al accionista privado, puede ser crítico para la expansión de la empresa, ya que puede ayudar a ampliar la plantilla, construir instalaciones o incluso adquirir otras sociedades (Taulli, 2014).

Credibilidad: Salir a bolsa es sin lugar a dudas un logro para cualquier empresa. Aunque pueda parecer algo sencillo, requiere cumplir una serie de estándares establecidos por la organización competente (en el caso de España la CNMV). Realmente en algunos sectores, salir a bolsa es la única forma de llegar a clientes corporativos de gran tamaño, ya que estos buscan la estabilidad corporativa, algo que solo es demostrable si la empresa cotiza (las empresas cotizadas son totalmente transparentes ya que toda su información financiera es pública).

Obtención de liquidez: Ya en el apartado de “recaudación de capital” hemos destacado el hecho de que salir a bolsa permite a los inversores iniciales sacar rentabilidad por lo invertido. Sin embargo lo que no se llegó a decir es que este capital que reciben es en forma de acciones. La ventaja que ofrece una IPO, es que estas acciones que poseen son líquidas, ya que la bolsa se puede considerar sin lugar a dudas el mercado más líquido que existe, o dicho de otra forma, no tendrían problema en vender las acciones en bolsa, y por lo tanto obtener en efectivo el valor de sus acciones.

Como cualquier otro tipo de transacción, las ofertas iniciales de venta tienen ventajas y desventajas que deben ser analizadas, ya que no se ajustan a todas las empresas. Con ánimo de dar una visión más amplia de lo que puede ser una IPO o al menos a qué tipo de empresas les puede interesar una IPO, analizaremos tanto las ventajas como las desventajas de este tipo de operaciones.

La principal ventaja que aporta acudir al mercado de valores, es el aumento de valor de la empresa que genera. No es ningún secreto, que cuando una compañía comienza a cotizar, esta pasa a ser más atractiva y tiende a generar más valor para sus accionistas (EY, 2011). Esto se logra ya que al salir al mercado de valores, se consigue un alto grado de organización y gestión institucional que provee mayor información al inversor. Generalmente esto ocurre ya que al estar en bolsa, la empresa publicará planes de crecimiento y perspectivas económicas de la empresa a futuro, con el objetivo de atraer inversores. Esto va muy unido a que este mercado es sinónimo de garantía de solvencia, transparencia y prestigio, ya que como sabemos, la capitalización bursátil se ofrece a tiempo real por lo que es sencillo analizar el rendimiento de la empresa.

Las ofertas públicas iniciales también fortalecen la estructura financiera de la compañía, ya que el mercado de valores facilita a las empresas mejorar sus esquemas financieros. Esto les permite optimizar sus costes financieros, así como obtener mayor liquidez, que permite consolidar y reestructurar sus pasivos además de ayudar a financiar proyectos de modernización, expansión e investigación y desarrollo (EY, 2011).

Acceder al mercado de valores es un proceso exigente. No todas las empresas tienen la capacidad de sacar adelante este proyecto, por lo que constituye un claro reconocimiento al grado de madurez e institucionalidad de la empresa (EY, 2011). Gracias a ello, la empresa puede construir un activo intangible que facilite conseguir en un futuro mayores y mejores recursos financieros. Esto genera un incentivo constante para incrementar la competitividad de la empresa.

Formar parte del mercado de valores, también es marketing para la empresa desde el sentido de que puede constituir un atractivo para respaldar estrategias destinadas a fortalecer la imagen de una empresa profesional y pública lo cual facilita la ejecución de alianzas (fusiones, adquisiciones o *joint ventures*) así como el establecimiento de programas de acciones para empleados clave (EY, 2011).

Como última ventaja a destacar de las IPOs, estas suponen un acceso a importantes recursos aportados por los accionistas, lo que los convienen en los socios ideales ya que buscan el valor agregado de la empresa pero sin interferir en la gestión diaria de la misma a pesar de ser exigentes con los resultados esperados de la empresa (EY, 2011).

Por otro no todo son ventajas por lo que antes de verse inmerso en una operación de estas características, conviene sopesar también las desventajas que esta puede tener. El principal reto para las empresas que pasan a cotizar en el mercado bursátil es lo que en inglés se conoce como el *added disclosure for investors*. Este documento que en castellano podría definirse como una declaración de divulgación, engloba toda la información relevante que pueda afectar la decisión del inversor. Este informe es de obligado cumplimiento y debe completar todos los requisitos y regulaciones exigidos por la comisión de valores pertinente. El objetivo de ello es asegurar que todo aquel que quiere invertir en la empresa disponga de la misma información, de forma que se evitan los problemas de información asimétrica. Realmente los requisitos son muy estrictos y caros, además de ser de obligado cumplimiento llevarlos a cabo periódicamente, lo que supone para muchas empresas una traba a la hora de comenzar el proceso para una oferta inicial de venta.

Anteriormente hablábamos de como la recaudación de capital era una razón para iniciar una IPO, lo que no se decía es que cuando una empresa sale a bolsa, busca recaudar un capital determinado. Por ello siempre existe el miedo a no recaudar lo suficiente. Si este evento tiene lugar, la empresa puede verse resentida ya que perdería credibilidad en el mercado y probablemente alejaría a los inversores potenciales. Ejemplo de ello fue la salida a bolsa de Bankia en el 2011, donde sus inversores perdieron prácticamente todo su capital invertido, ya que a día de hoy, la empresa sigue lejos del valor de su oferta inicial de venta.

Un aspecto positivo de las IPOs es que provee de liquidez a sus accionistas, pero la contrapartida de esto es que los accionistas mayoritarios pueden perder su poder dentro de la empresa si la empresa se ve afectada por una OPA hostil o simplemente si un accionista consigue hacerse con una participación lo suficientemente grande. De forma similar existen problemas de agencia provocados

por nuevos inversores, que puede buscar objetivos distintos a los de los directivos que generen conflicto dentro de la empresa. Un ejemplo típico de esto es que los accionistas exijan continuos beneficios a corto plazo, que si la empresa está inmersa en un proceso estratégico a largo plazo, pueden poner en peligro la sostenibilidad de la compañía.

Por último y aunque supone un riesgo menor, el sacar a bolsa una empresa supone hacer prácticamente toda la información financiera pública, por lo que supone información de interés para los competidores, un precio que probablemente haya empresas que no estén dispuestas a pagar.

Como se puede ver no hay una clara diferencia entre el número de ventajas y desventajas a la hora de salir a bolsa, por lo que no existe una mejor decisión. Lo que sí se puede extraer de todas ellas son una serie de características que una empresa debe cumplir si de verdad busca su salida a bolsa. En primer lugar debe ser una empresa que se encuentre en etapa de crecimiento con planes de desarrollo e inversión, con una idea clara de sus objetivos corporativos y unas estrategias bien definidas (EY, 2011). Debe estar interesada en buscar financiación a través de inversores externos, con los riesgos que esto pueda conllevar. Debe asegurarse que va a ser capaz de cumplir con todos los requisitos establecidos por la comisión nacional de valores, que son muchos y muy exigentes. Por último deben tener liquidez para afrontar los gastos que suponen una emisión, que incluyen gastos legales, de marketing y contables. Si cumple todas estas características, podemos afirmar que se trata de una empresa válida para salir a bolsa.

2.2.4. Etapa 4: Operaciones de fusiones y adquisiciones

Como intentamos transmitir a través del gráfico que abría esta sección del trabajo, las empresas no son capaces de generar altas cantidades de efectivo indefinidamente por lo que llega un momento que existen la necesidad de incurrir en alternativas que les sigan proporcionando crecimiento. Si la empresa se encuentra en la cuesta abajo. El apalancamiento o acudir a mercados secundarios, suele no ser la solución pues es muy probable que a estas alturas se haya recurrido a estos métodos, debido que son con diferencia los más baratos. Por ello los accionistas suelen exigir nuevas formas de recuperar el desarrollo sostenible con la mayor rapidez posible, algo que solo puede conseguirse a través de una operación de M&A.

Las operaciones de M&A suelen ser las que mejor abordan los problemas de eficiencia de la empresa, ya que generalmente al adquirir o fusionarse con una homóloga, surgen duplicidades que reducen costes y aumentan eficiencia. Estas también aportan ideas nuevas ya que los cambios en el equipo directivo después de este tipo de operaciones es relativamente común.

Dinosol es una empresa que ha sido recurrente en este ámbito, ya que durante su medio siglo de historia ha incurrido en varios tipos de integraciones que hacen de ella, probablemente la empresa de distribución alimentaria que ha pasado por más operaciones de M&A en la historia de España. El objetivo de este trabajo es analizar su último buy-out desde un punto de vista estratégico, pero para ello es necesario que el lector esté familiarizado con las operaciones de estas características, de forma que entienda el proceso por el que ha pasado Dinosol en estas últimas décadas, hasta llegar a la última transacción que es la que analizaremos desde un punto de vista estratégico. A continuación explicaremos brevemente los tipos de operaciones de fusiones y adquisiciones más comunes con ejemplos reales que faciliten la comprensión de los mismos.

2.2.4.1. Integración horizontal

La integración horizontal suele definirse como la adquisición de una empresa por parte de otra del mismo mercado. Esto proporciona una ventaja competitiva, ya que al ser del mismo ámbito y estadio productivo, la unión puede generar claras ventajas al conseguir una mayor concentración dentro del mercado que proporciona ventajas adicionales como pueden ser el poder de negociación sobre proveedores y clientes. La desventaja de este tipo de integraciones reside sobre el consumidor, ya que el aumento de la concentración conlleva un aumento del precio que tiene consecuencias negativas sobre el bienestar al disminuir el excedente del cliente.

Una de las escuelas económicas que más hincapié han hecho en este tipo de operaciones, es la famosa escuela de Chicago. El argumento de estos economistas, que las empresas que más ganan con una operación de M&A de estas características en cuanto a cuota de mercado, son aquellas que no participan en la operación, ya que las que participan suelen ver reducida su cuota de mercado. Para que una operación de estas características sea eficiente, los aumentos de eficiencia que derivan de la fusión deben de ser elevados, para compensar la pérdida de cuota de mercado de las empresas participantes. Sin embargo existen problemas de incentivos y asimetría en las operaciones de integración horizontal. Estos problemas surgen debido a que los actores con más conocimiento son claramente aquellos que toman parte en la operación, por lo que existe un incentivo a exagerar los beneficios obtenidos y por lo tanto favorecer la aprobación de los mercados y accionistas. En general se demuestra que hay un valor crítico en la cuota de mercado, por lo que si las empresas que se unen voluntariamente tienen una cuota de mercado por debajo de este valor crítico, el bienestar social de la operación será positivo y por lo tanto la integración horizontal merecerá la pena ya que realmente de esta manera conseguirán economías de escala y poder de negociación, beneficio que no obtendrían si su poder de mercado está por encima del valor crítico (Weston et., Al,2004, p. 7).

Un ejemplo de integración horizontal en España es el de Sol Meliá. Esta empresa hotelera ha protagonizado una clara operación de integración horizontal a través de Tryp, que le ha permitido consolidarse como el principal grupo hotelero en España, así como entrar en el top 10 mundial del sector (Turismo, 2010).

2.2.4.2. Integración vertical

Cuando hablamos de integración vertical, nos referimos a la integración de dos empresas que operan en la misma línea de producción. La siguiente es una definición más completa que proporciona la llamada “enciclopedia financiera”⁴: “La integración vertical en una determinada industria, consiste que un mismo propietario dispone de actividades en distintas fases de esa industria. Por ejemplo en la industria del acero, podrían existir tres fases, extracción de materias primas necesarias, producción de acero en gran cantidad, manipulación del acero en productos específicos. La integración vertical consistiría en que bajo una misma empresa o grupo empresarial se agrupasen las tres actividades. Así, la integración vertical puede producirse a tres niveles. Hacia atrás (upstream), hacia delante (downstream) y la integración vertical equilibrada (balanced) tanto hacia atrás como hacia adelante.”

Se dice que cuanto mayor es la cadena de empresas relacionadas verticalmente, la integración vertical de las actividades es mayor, sin embargo cuando ocurre lo contrario, se habla de

⁴ Definición obtenida de: Enciclopedia financiera. 2014. Definición integración vertical. [ONLINE] Available at: <http://www.encyclopediainanciera.com/definicion-integracion-vertical.html>. [Accessed 14 May 14].

desintegración vertical o separación vertical. Realmente la integración vertical tendrá lugar cuando la relevancia de los factores tecnológicos es escasa, pero la importancia de los costes de transacción y organización es muy alta, es decir, la integración vertical permitiría ahorrar costes debido a la eficiente distribución de los recursos productivos. Como ejemplo práctico podemos utilizar el sector de los automóviles. Como sabemos estos necesitan millones de piezas para ser montados y por tanto entrar en funcionamiento. Un productor de coches tendrá interés en comprar una empresa que fabrique una determinada pieza, si esta es fundamental y tiene el monopolio en la pieza que produce, ya que debido a que es muy escasa en el mercado y por tanto muy cara, por lo que la adquisición de la misma generará un ahorro de costes ya que al internalizarla, se ahorrará pagar los gastos extras que pagaba antes debido a la escasez de la misma (es decir, la empresa adquirida tenía antes un alto poder de negociación sobre la empresa de automóviles). Por otro lado si hablamos de una pieza que la producen muchos fabricantes como pueden ser los neumáticos, independientemente de que esta sea fundamental, no merecerá la pena adquirir una empresa que los produzca, ya que al haber tanta competencia los precios son bajos y por lo tanto los costes de internalizar la producción serán más altos que los ahorros generados posteriormente.

Un ejemplo reciente de este tipo de integración es la compra de Motorola Mobility por parte de Google. Este fabricante principalmente de smartphones, permitirá a Google fabricar smartphones de mayor calidad y de menor coste, ya que Motorola aporta el Know-how así como la infraestructura que Google necesita. Este caso sería un claro ejemplo de integración hacia atrás (upstream integración), ya que les beneficia en la parte de la cadena que se acerca más a las materias primas que al cliente final.

2.2.4.3. Fusiones y adquisiciones conglomeradas

Este tipo de operaciones son las menos frecuentes ya que son las que tienen menor probabilidad de tener éxito. Estas se definen como la adquisición o fusión entre dos empresas que son de sectores completamente diferentes. Dentro de este tipo de operaciones hay dos tipos, las denominadas puras y las denominadas mixtas. Las primeras son aquellas donde las empresas no tienen absolutamente nada que ver, mientras en las segundas, la operación incluye dos empresas que buscan una extensión de sus productos o una de sus mercados (MBDA, 2014). A continuación explicaremos con más detalle en qué consisten estos dos tipos de transacciones con ejemplos reales.

Las fusiones conglomeradas puras son las menos comunes, debido a que tienen mayor riesgo por la falta de *expertise* en el nuevo sector ya que suele estar muy alejado del *core business* de la empresa lo que dificulta la entrada en el mismo. Estas suelen llevarse a cabo cuando la empresa cree que no puede crecer más dentro de su mercado, o simplemente porque cree que su mercado está excesivamente saturado por lo que puede suponer un empeoramiento de sus rentabilidades. La decisión de llevar a cabo este tipo de operaciones suele surgir por la necesidad de un determinado producto por parte de uno de los principales clientes de la empresa. Un ejemplo de ello puede ser la compra de la empresa de productos Lubrizol, por parte de Berkshire Hathaway la empresa del prestigioso inversor Warren Buffet. Realmente este es un caso extraño debido a que esta empresa que comenzó dedicándose al textil, a día de hoy está prácticamente involucrada en todos los sectores, pero la razón es clara, diversificar el riesgo. Sin embargo la realidad es que esta diversificación no suele tener éxito debido a que el desconocimiento del sector suele crear más problemas que ventajas.

Por otro lado están las adquisiciones conglomeradas mixtas que como nos podemos imaginar suponen menos riesgo, ya que surgen principalmente de la estrategia de expansión por parte de la empresa, ya sea de sus productos o para aumentar su cuota de mercado en una determinada región. Un ejemplo de ello puede ser la compra del ABC Television Group por parte de Disney en el año 1996. En este caso podemos hablar de una adquisición mixta, debido a que pese a no estar en el mismo sector, hay una similitud entre las empresas, y no deja de ser una forma de sacarle partido a los productos que en este caso serían las series de televisión y películas que Disney realiza.

2.2.4.4. Buy-outs

Un buy-out es simplemente la adquisición de la participación mayoritaria de una empresa. Estas son operaciones muy comunes y ocurren diariamente. Este tipo de operaciones las hacen empresas de cualquier tipo, desde fondos de capital riesgo a empresas industriales, con la única diferencia de que el objetivo de la adquisición es muy diferente. Desde el lado del fondo capital riesgo, es muy probable que la adquisición tenga lugar con el objetivo de vender la empresa en un periodo futuro, y por lo tanto sacar una rentabilidad de la misma. Sin embargo este proceso no ocurre automáticamente, por lo que durante el periodo en el que el fondo tiene posesión sobre la empresa, tomará los cambios que estime necesario, tal y como hace el CEO de cualquier empresa.

Un buy-out por parte de un socio industrial (nos referimos a socios que no sean de carácter “especulativo”) suele ocurrir cuando la empresa *target* tiene un interés estratégico para la compradora. Por lo tanto es más que probable que el tipo de operación difiera entre el socio financiero y el socio industrial. Precisamente esto nos lleva al siguiente punto, que son los tipos de buyouts existentes, aunque nosotros nos centraremos en los más comunes, que son el leveraged buyout (LBO), el management buy-out (MBO) y el management buy-in (MBI).

2.2.4.5. Management buy-out y management buy-in

Un management buy-out es únicamente la compra de un negocio por parte de su equipo directivo. La compra del negocio se define como la adquisición de más del 50% de las acciones, ya que esta proporción es suficiente para controlar la compañía. Generalmente debido a que el equipo directivo no suele tener fondos suficientes, esta operación suele necesitar el respaldo de un socio financiero externo. El aspecto fundamental diferenciador reside en que los tres partes las que juegan un papel relevante en la negociación (Norgestión, 2013):

1. Equipo directivo
2. El accionista desinversor.
3. El socio financiero (generalmente una empresa de capital riesgo).

A diferencia del LBO donde la decisión reside principalmente en la rentabilidad de la inversión, un MBO suele tener lugar por cuatro razones principales:

1. Socio de la empresa decide vender: falta de sucesión en la familia hacer líquido el patrimonio, cree que ha llegado la compañía a su máximo.
2. Existencia de equipo directivo profesional y experimentado que se comprometa con el proyecto mediante su participación en la inversión.
3. Negocio sólido y con posibilidades tangibles de crecimiento.
4. Segmento que pueda ofrecer una salida atractiva al inversor.

En el proceso de una MBO suelen acompañar siempre al equipo directivo o bien un fondo capital riesgo o inversores privados, ya que existe una clara necesidad de fondos externos. Como nos podemos imaginar, la forma de ayudar en la financiación entre uno y otro no es la misma, por lo que vamos a proceder a puntualizar las características que distinguen a un socio financiero del otro.

Capital riesgo: Estos fondos suele invertir en sus recursos financieros en empresas no cotizadas, aunque los que tienen mayor tamaño sí que tienen participaciones también en empresas que cotizan, como puede ser el caso de Blackrock, que dispone de participaciones en empresas de los distintos mercados bursátiles. Estos invierten con el objetivo de materializar una rentabilidad en un periodo de tiempo aproximado, sin suministrar fondos externos, es decir, actúan como empresarios profesionales para mejorar el funcionamiento de la empresa y posteriormente venderla por un montante superior al que pagaron en la adquisición. Los fondos capital riesgo suelen preferir tener participaciones minoritarias (entre el 20% y 40%), y co-invertir con otros fondos, de manera que diversifican su riesgo, aunque no siempre es así. Suelen participar pero sin intervenir en la gestión diaria de la empresa, suelen centrar su actividad en la definición de la estrategia de la sociedad así como sus órganos de decisión como puede ser el consejo de administración. El periodo de inversión, suele oscilar entre los tres y siete años, aunque está muy afectado por la coyuntura y rendimiento de la empresa, ya que en ningún caso van a vender por debajo del precio que pagaron. Suelen tener fortaleza financiera ya que los fondos a utilizar son siempre suyos, por lo que tienen una credibilidad muy alta frente a terceros además de que aportan mucha profesionalidad, lo que suele ayudar a impulsar el proyecto de expansión del negocio que a menudo la propiedad no puede acometer. Todo esto lo lleva a cabo bajo las perspectivas de la rentabilidad, que buscará siempre o vía la venta de la empresa por una cantidad superior a la de la compra al finalizar el plazo establecido o bien vía dividendos adquiridos a lo largo de los años de gestión de la sociedad.

Inversores privados: Estos suelen ser inversores no institucionales que tienen recursos para participar en proyectos empresariales con mucho potencial de crecimiento. Un ejemplo claro de ello puede ser Warren Buffet, firme creyente de la gestión value, que es precisamente la que busca un inversor privado. Suelen buscar también la rentabilidad mediante plusvalías o dividendos, con la diferencia respecto a los fondos capital riesgo de que estos tienen un horizonte de inversión mayor, es decir, quieren ver sus proyectos estratégicos ocurrir. Existen tres categorías principales de inversores privados que son las siguientes (Norgestión, 2013):

1. Los grupos familiares.
2. Los grupos industriales.
3. Los inversores individuales.

Como nos podemos imaginar, la inversión por parte de inversores privados no supone coste financiero alguno para la compañía, una ventaja de gran importancia frente a la financiación bancaria

Habiendo entendido la dinámica de los inversores en las transacciones de estas características, procederemos a detallar el funcionamiento y el porqué de estas operaciones.

El MBO y el MBI son prácticamente iguales, la principal diferencia es que mientras en un MBO la toma de control viene por parte del equipo directivo de la compañía, en un MBI, el control procede

del equipo directivo de otra compañía. En esta sección nos referiremos en todo momento al MBO por simplicidad, pero cabe destacar que las similitudes son casi totales.

En los MBOs la calidad del equipo directivo es fundamental a la hora de llevarse a cabo. Estos dependen de una mezcla de inversores privados (*private equities*, inversores privados) y financiación bancaria, que solo llegará si la confianza en estos dirigentes es plena. Por otro lado para demostrar su lealtad y creencia con el proyecto, estos estarán obligados a acometer una inversión monetaria propia, de tal forma que los inversores exteriores, crean totalmente al equipo directivo. Estas negociaciones suelen ser arduas debido a los que financian siempre buscan que el equipo directivo aporte todo lo que puedan para así asegurar el compromiso, por lo que es muy común contratar a un asesore que ayude a que las negociaciones lleguen a buen puerto y que la operación continúe.

La figura del buy-out puede implicar a veces apalancamiento de la compañía, aunque a niveles muy inferiores a los vistos en los LBOs. Por ello el negocio requiere una generación de flujos de caja suficientes para asegurar que las obligaciones se vean cumplimentadas dentro de los plazos establecidos. Claramente para que esto se cumpla, la inversión en el negocio tiene que ser atractiva, por lo que la compañía debe tener una atractiva cuenta de explotación así como potencial de crecimiento. Las empresas que suelen pasar por un MBO suelen ser empresas que tienen una posición competitiva dentro del mercado. Además deben de tener una cierta capacidad de apalancamiento que les permita generar mayor rentabilidad a través del ahorro de impuestos unido a una serie de activos con valor que puedan servir como garantía.

Otra aspecto a destacar dentro de los buy-outs, es que la operación siempre debe tener una clara posibilidad de salida para el inversor, ya que estos como se ha indicado anteriormente tienen un horizonte de inversión limitado. Por un lado la entidad financiera exigirá que la devolución del préstamo más los intereses tenga lugar a través de los *cash flows* generados por la empresa (suele ser un *covenant* impuesto), mientras que los demás socios mientras forman parte del consejo, exigirán rentabilidades a través de los dividendos. Las formas de desinversión más comunes son: la venta de la compañía (total o parcial) a un nuevo inversor, sacar la compañía a bolsa, llevar a cabo una reducción de capital o que el equipo directivo compre su participación en la sociedad.

Los MBOs como cualquier operación de M&A tiene un proceso relativamente estandarizado, y muy parecido a cualquier otra transacción. Aunque posteriormente procederemos a explicar con detalle las etapas que se suelen llevar a cabo en fusiones y adquisiciones, estas son las etapas que suelen tener lugar en un MBO según la firma de asesoramiento especializada Norgestión:

1. Acuerdo entre los miembros del equipo directivo para iniciar un proceso de MBO.
2. Selección y designación de una firma de asesoramiento financiera que apoyará al equipo directivo durante el proceso. Se suele llevar a cabo un análisis entre el asesor y el equipo directivo sobre la viabilidad de un proceso *buy-out*.
3. Firma del acuerdo con los asesores si el proceso sigue adelante.
4. Preparación de un plan de negocio entre el asesor y el equipo directivo.
5. Evaluación de la propuesta de precio presentada por el vendedor o en su defecto realización de una oferta inicial por parte del equipo directivo.
6. Búsqueda y selección de potenciales inversores por parte del asesor.
7. Recepción por escrito de ofertas de financiación y negociación con potenciales inversores financieros, generalmente fondos de capital riesgo.

8. Selección de la mejor alternativa de MBO e inicio de las negociaciones tanto con la propiedad actual como con el socio inversor.
9. Firma de la “carta de intenciones”.
10. *Due diligence*.
11. Preparación y negociación de los contratos
12. Firma de la operación.

Los MBO son operaciones que tienen lugar todos los años aunque suelen ocurrir con empresas de tamaño mediano que la mayoría de la gente desconoce. Por poner un ejemplo de una operación de gran tamaño, podemos recurrir a la compra de Nielsen (empresa de estudios de mercado que ofrecen herramientas y servicios de análisis) por parte de varios fondos de capital riesgo entre los que destacan Blackstone o Kohlberg Kravis Roberts (dos de los *private equities* más grandes del mundo) además del equipo directivo, que tuvo lugar en el año 2006, y se pagó por la empresa aproximadamente unos 8.683 millones de Euros según la plataforma especializada MergerMarket.

2.3. Motivos detrás de las operaciones de M&A

Las operaciones de fusiones y adquisiciones juegan un papel determinante en el desarrollo de las compañías. Sin embargo el propósito de cada una de estas operaciones suele diferir mucho según la empresa adquirida y el plan estratégico definido por la empresa adquirente. Dado que lo que nos interesa en este trabajo es hacer un análisis de cómo puede una adquisición por parte de una compañía generar un beneficio para sus accionistas, nos centraremos en aquellos motivos que se ha demostrado que generan valor para el accionista con el objetivo de posteriormente en el caso práctico, analizar cuáles de estas se tuvieron en cuenta en las diferentes adquisiciones de la cadena de supermercados Supersol.

2.3.1. Sinergias

Cuando hablamos de sinergias, hablamos probablemente del motivo más común a la hora de llevar a cabo una operación de M&A. Las sinergias se definen como el fenómeno en el cual el efecto de la influencia o trabajo de dos o más agentes actuando en conjunto es mayor al esperado considerando a la suma de las acciones de los agentes por separado (Wikipedia, 2014). En el ámbito empresarial podemos definirlo como el valor añadido que se crea a partir de la fusión de dos empresas, siendo este mayor al que podrían generar las empresas por separado. Generalmente la principal fuente de sinergias (y por lo tanto de valor añadido) proviene de la transferencia de activos intangibles entre las dos empresas como puede ser el know-how (Seth et Al., 2000).

Teniendo en cuenta que todo lo que crea valor añadido, supone por consiguiente valor para los accionistas, la búsqueda de sinergias por parte de los equipos directivos a la hora de incurrir en una operación de M&A supone uno de los mayores retos a día de hoy. Tanto es así que en muchas de las operaciones que tienen lugar, se critica que las sinergias se sobreestiman, lo que da lugar a operaciones fallidas, siendo esta una de las principales razones por las que las operaciones de fusiones y adquisiciones solo tienen éxito en un porcentaje cercano al 30%.

Dentro de las sinergias, existen tres grandes grupos: sinergias operacionales, sinergias financieras y las sinergias estratégicas.

2.3.1.1. Sinergias operacionales

Las sinergias operacionales son aquellas relacionadas con los procesos operacionales y controles internos de la organización, así como el grado de madurez de los procesos entre las empresas, es decir, la habilidad de las empresas para coordinar sus procesos operacionales de negocio que van más allá de las fronteras individuales (Rivas Montoya, 2013). Dentro de las sinergias operacionales, podemos diferenciar entre las que son generadoras de ingresos y las que son reductoras de costes, donde la diferencia reside en que unas intentan crear valor añadido a través de utilizar las sinergias para generar mayores ingresos mientras que por contrapartida las reductoras de costes intentan llegar al mismo valor añadido utilizando las sinergias para intentar reducir costes.

Cabe destacar las palabras de Copeland en su libro *financial theory and corporate policy* donde resalta que la teoría detrás de las sinergias operacionales asume que existen economías de escala dentro de la industria y por lo tanto antes de las operación de M&A, las empresas operaban a niveles de actividad muy por debajo de los que se podrían generar con economías de escala o de gama. Dicho de otra forma, las economías de escala o de gama pueden llegar a generar sinergias operacionales, por lo que al ser relativamente obvias estas son sin duda una de las primeras sinergias que se tienen en cuenta a la hora de valorar una operación de M&A.

2.3.1.2. Sinergias financieras

Cuando el capital de dos empresas que no están relacionadas se combina, el resultado es un reducción del coste de capital y el incremento del flujo de caja generado, a esto lo definimos como sinergia financiera (Chatterjee, 1986). Precisamente esta mejora en las condiciones de financiación permiten un crecimiento acelerado de la empresa, además de generar beneficios relacionados con una mejor estructura de capital debido a la consolidación de activos (Zimma, 2014). A lo que el flujo de caja se refiere, este se ve incrementado debido a que por la operación, tiene lugar la venta de activos redundantes (Zimma, 2014).

Sin embargo estos beneficios se ven incluso aumentados si se trata de una empresa cotizada, ya que el incremento de tamaño puede generar mayor interés por parte de los inversores, lo que puede abaratar aún más el levantamiento de capital en un futuro (Zimma, 2014). Otra fuente de sinergia financiera son los beneficios fiscales potenciales a los que se enfrenta la empresa, ya que al tener mayor tamaño tiene mayor capacidad de endeudamiento, por lo que puede obtener capital más barato.

Cabe destacar que empíricamente se ha demostrado que los beneficios obtenidos por las sinergias financieras en una operación de M&A, son mayores que aquellos obtenidos a través de sinergias operacionales (Copeland et al., 2005).

2.3.1.3. Sinergias estratégicas

Las operaciones de M&A son claramente una herramienta de desarrollo para la empresa, y precisamente en esta dirección residen las denominadas sinergias estratégicas.

La alianza entre dos empresas da lugar a mayor tamaño y capacidad de inversión por consiguiente. Por lo tanto existe una mayor oportunidad de seguir creciendo a través de adquisiciones (Zimma, 2014). Además muchas de estas operaciones suponen una integración vertical por parte de las dos empresas lo que genera una sinergia estratégica en materia de reducción de riesgos corporativos (Zimma, 2014).

Otra sinergia estratégica relativamente común y que es bastante utilizada es la posibilidad de entrar en un nuevo mercado estratégico bien sea por producto o geografía (Zimma, 2014). Esto es relativamente común en empresas que están en pleno proceso de internalización y entran en mercados poco desarrollados, donde la adquisición de una empresa con conocimiento del mercado y experiencia en el mismo, genera un alto valor añadido para el adquirente.

Ligado a esta última sinergia esta la generada debido a una mayor diversificación bien por producto o mercado (Zimma, 2014). Esto puede de nuevo reducir el riesgo corporativo de la empresa por lo que siempre es un aspecto a tener en cuenta dentro de las operaciones de fusiones y adquisiciones.

Empíricamente hablando, hay que puntualizar que de todos los tipos de sinergias aquí propuestos, podemos estar ante la que a priori genera menos beneficios. Esto se debe a que las magnitudes que tiene en cuenta son difícilmente medibles, por lo que se pueden considerar menos robustas. Sin embargo a efectos de crear valor para el accionistas a largo plazo si la operación tiene éxito, posiblemente sean las que más beneficios aporte.

2.3.2. Búsqueda de economías de escala o gama

Dada la creciente competitividad en todos los mercados y sectores a día de hoy, la reducción de costes es en muchos caso la única forma de generar mayores beneficios netos. Por esta razón las operaciones de M&A son para muchas empresas una forma de reducir costes bien a través de economías de escala o economías de gama, dependiendo de la empresa que adquieran o con la que se fusionen.

Las economías de escala son aquellas ventajas en costes que una empresa obtiene al aumentar su producción, ya que el coste medio por unidad disminuye a medida que aumenta la producción (Enciclopedia financiera, 2014). Generalmente cuando hablamos de economías de escala lo atribuimos a operaciones de integración horizontal ya que la duplicidad generada en departamentos y producción permite reducir costes por dos vías: la primera al eliminar todas aquellas duplicidades que no generen valor añadido y la segunda como ya se ha mencionado antes al conseguir economías de escala, ya que la empresa es capaz de producir con mayor eficiencia y por lo tanto es capaz de reducir el coste unitario.

Las economías de gama o alcance son el ahorro de recursos que se obtiene al producir dos o más servicios de forma conjunta (Wikitel, 2014). Generalmente el coste medio de producir un servicio de forma individual es más alto que si se produce junto a otros servicios por lo que la producción conjunta de varios servicios permite optimizar el uso de factores de producción (Wikitel, 2014). Estas se atribuyen a operaciones de integración vertical, ya que al integrarse con un proveedor o cliente puede generar una cadena de producción más eficiente que le permita producir una mayor gama de productos con costes unitarios menores y por lo tanto añadir valor a la empresa y por consiguiente al accionista.

Un caso menos común pero que está relativamente utilizado sobre todo en el sector tecnológico, es el de adquirir empresas de menor tamaño que pueda proporcionar una serie de componentes o tecnología que requeriría probablemente una inversión superior si la investigación y el desarrollo fuese llevado a cabo por la empresa de mayor tamaño. Ejemplo de esto son las múltiples adquisiciones llevadas a cabo por Apple y Google recientemente para mejorar sus productos y obtener una ventaja competitiva en el mercado. Resulta obvio que en este caso no se consiguen las

economías de escala, sin embargo el resultado es el mismo ya que para la empresa adquiriente el coste unitario del componente disminuye sensiblemente con una inversión inicial menor y más rápida.

Como se puede ver las economías de escala y gama pueden suponer un incremento en la creación de valor, sin embargo pueden tener un efecto contrario si por la difusión en el control de la empresa, la inefectividad en la comunicación o la complejidad en la monitorización de los procesos resultan en diseconomías de escala o de alcance (Sudarsanam, 2003).

2.3.3. Incremento en el poder de mercado y crecimiento en las ventas

El poder de mercado es la habilidad de un mercado, participante o grupo de participantes para controlar el precio, la cantidad o la naturaleza de los bienes vendidos y por lo tanto generar beneficios adicionales (Seth, 1990).

Este motivo suele ser el principal a la hora de tomar la decisión de incurrir en una operación de M&A, ya que los monopolios u oligopolios son siempre las formas de mercado que más beneficios generan. Adicionalmente, el incremento en poder de mercado permite a la empresa ser más competitiva y eficiente, esto conlleva que son capaces de disminuir el precio en bienes que son altamente sensibles a variaciones en el precio y por consiguiente maximizan sus beneficios. Alternativamente nuevas oportunidades de crecimiento pueden surgir a través de la creación de nuevas tecnologías, productos o mercados (Sudarsanam, 2003). Como resultado la situación financiera de la empresa adquiriente se verá afectada positivamente potenciando su poder de mercado y crecimiento en las ventas, rentabilidad que generará valor añadido adicional para el accionariado de la firma.

2.3.4. Mejora en la eficiencia del equipo directivo

La eficiencia del equipo directivo está altamente correlacionada al desempeño de la mayoría de empresas. Con el objetivo de mejorar esta eficiencia, muchas empresas pueden decidir fusionarse o adquirir otra empresa que genere un equipo directivo más eficiente causado por la reestructuración de sus operaciones (Copeland et al., 2005).

Esta mejora en la eficiencia puede ser atribuida a dos métodos. Por una parte, la amenaza de que el posible comprador sustituya al equipo directivo después de la adquisición por su baja eficiencia puede generar una mejora en el rendimiento del equipo directivo que se traduce en mayor valor añadido para el accionista (Alchian & Demsetz, 1972). Si por el contrario esta amenaza no tiene los resultados esperados, la segunda opción consiste en únicamente sustituir el equipo directivo al completo, lo que en teoría mejorará la eficiencia operacional de la compañía y por lo tanto se creará valor añadido adicional.

Cabe destacar que las operaciones de fusiones y adquisiciones no son la única forma de mejorar la eficiencia del equipo directivo pero en muchas ocasiones es el método más práctico y simple por lo que en situaciones de necesidad suele ser bastante común (Bradley et al., 2006).

3. El caso práctico

A estas alturas del trabajo el lector debe estar familiarizado con los principios básicos de una operación de M&A. Lo ideal sería llevar a cabo ahora un estudio exhaustivo de la operación de compra del grupo de supermercados Dinosol por parte del grupo lituano Maxima. Sin embargo los detalles de la estructuración de la operación o muchas de las decisiones operacionales llevadas a cabo son de carácter confidencial, por lo que no se nos permite publicarlos.

Por otro lado como ya se mencionó en la introducción, el grupo Dinosol ha sido una empresa marcada por su exposición al mundo de las fusiones y adquisiciones, ya que en pocos años ha cambiado de manos en numerosas ocasiones. Por ello no deja de ser interesante analizar sobre todo desde un punto de vista estratégico, que puede llevar a un grupo extranjero del este, a adquirir una cadena de supermercados en España (teniendo en cuenta que es un mercado maduro y altamente competitivo), y que encima tiene la peculiaridad de haber sido pasado por las manos de muchos inversores y además de diferentes características. Para ello empezaremos por contar un poco la historia de Dinosol con el objetivo de dar un barniz de lo que ha sido la empresa. Posteriormente analizaremos el mercado de supermercados en el año que tuvo lugar la adquisición así como la estrategia prevista por el grupo y las previsiones económicas que tenían a futuro, para finalmente analizar la evolución de la compañía hasta el día de hoy y determinar si se puede considerar una inversión exitosa.

3.1. Historia de Dinosol Supermercados

Dinosol Supermercados como lo conocemos hoy es el resultado de numerosas adquisiciones de cadenas de supermercados familiares en España desde 1957. Para entenderlo mejor hay que hacer separación entre las Islas Canarias y Andalucía, ya que es principalmente en estos dos mercados donde Dinosol Supermercados ha ejercido su negocio, además de ser las dos comunidades de donde se adquieren las cadenas de supermercados familiares que posteriormente se fusionan creando una marca a nivel Español.

3.1.1 Islas Canarias

En 1970 nace la cadena de supermercados familiar Hermanos Domínguez con la apertura de un único supermercado en la isla de Gran Canaria. Poco a poco este supermercado va ganando nombre y éxito a la vez que va aumentando su tamaño de manera considerable, principalmente debido a la ventaja competitiva en precio que tienen frente a sus competidores⁵.

Una vez que consiguen la estabilidad económica necesaria, y debido a la alta demanda, en 1985 deciden construir el hipermercado HiperDino Miller, primer hipermercado de la isla construido en un local de aproximadamente unos 3,000 metros cuadrados. Desde este momento las ventas empiezan a aumentar considerablemente, lo que lleva a los hermanos Domínguez a plantearse nuevas inversiones en el archipiélago que les puedan ayudar a seguir creciendo como cadena. Esto se culmina en 1993 cuando finalizan la construcción del centro comercial *Las Arenas* en el que se incluye la construcción del segundo hipermercado.

⁵ "Un apellido con talento para los negocios." La Provincia. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://www.laprovincia.es/economia/2012/08/05/apellido-talento-negocios/474571.html>>.

La alta rentabilidad generada por esa pequeña cadena de hipermercados no pasa desapercibida, lo que lleva a Vista Capital, filial de capital riesgo del Banco Santander, a adquirir la cadena de supermercados de los hermanos Domínguez con el objetivo de integrarlo en las adquisiciones de Hiperca, Adolfo Merineto y Supermercados Salobreña y consolidarlo bajo la marca Superdiplo.

Con el objetivo de hacer que la marca siga creciendo, Vista Capital adquiere otras veinte cadenas de supermercados familiares presentes en la isla, que pese a tener menor tamaño, ayudan a Superdiplo a establecerse como el primer operador de supermercados en la isla con un 24% del mercado⁶. Entre 1996 y 1998 la expansión es notable y gana fuelle en otras comunidades autónomas como Andalucía donde la cuota de mercado avanza hasta el 19% lo que le lleva a ser la séptima empresa española en ventas de ese año. Ya por aquel entonces las tiendas tienen un tamaño cercano a los 1,100 metros cuadrados, disponen de aparcamiento propio para los clientes y se localizan en áreas urbanas. Superdiplo cuenta con cinco marcas diferentes donde el segmento de los supermercados (Supersol) es el más importante con un peso sobre las ventas del 44%. Los otros segmentos incluyen los hipermercados pequeños comercializados a través de la marca Hiperdino y que representan el 33% de las ventas, los supermercados de clubs con bajos precios (Ecore), tiendas para turistas (Netto) y locales cash & carry (Diplo)⁶.

A efectos de resultados, esta restructuración y expansión de la marca suponen un incremento espectacular en sus ventas, que pasa a ser de 11,000 millones de pesetas en 1994, a 92,000 millones en 1997 convirtiéndose en uno de los distribuidores de alimentación más rentables de Europa con un beneficio neto sobre ventas de aproximadamente un 3%. Las buenas perspectivas a futuro, que auguran un crecimiento similar para los próximos años llevan a Vista a buscar formas de empezar a rentabilizar más si cabe su inversión, por lo que deciden salir a Bolsa el 14 de Mayo de 1998⁶.

Los dos siguientes años continúan siendo un éxito para Superdiplo lo que genera interese por parte de Royal Ahold, uno de los líderes mundiales en el sector distribución que se plantean la compra de la cadena para aumentar su concentración en el mercado español. Finalmente la venta se materializo el 9 de Julio del año 2000 por un montante de 207,982 millones de pesetas lo que supuso una prima del 19% sobre la cotización de Superdiplo en ese momento y la generación de una plusvalía de 70.000 millones de pesetas para vista capital, el equivalente a unos 421 millones de Euros, además de la exclusión en bolsa de la compañía^{7,8}.

3.1.2. Andalucía

La historia en Andalucía remonta a 1957 cuando Cobrero y hermanos abren el primer supermercado en la provincia de Sevilla. Con el paso de los años los hermanos separan sus negocios y van abriendo tiendas individualmente hasta el año 1979 donde deciden unificarse de nuevo para montar la cadena de supermercados familiar DIALCO.

⁶ "Edición del Domingo 10 de Mayo de 1998." El Periodico. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://archivo.elperiodico.com/ed/19980510>>

⁷ "AHOLD COMPRARÁ SUPERDIPLO POR 207.000 MILLONES DE PESETAS." invertia.com. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://www.invertia.com/noticias/articulo-final.asp?idNoticia=147546>>.

⁸ "Vista Capital y Seur protagonizarán la mayor operación de capital riesgo española." Inversiones. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<https://www.webcapitalriesgo.com/noticias/ene-mar-2002/300102B1.htm>>.

En ese momento comienzan un proceso de expansión que se materializa en la apertura de una nueva tienda cada dos meses hasta 1985 donde llegan a los 60 establecimientos y deciden continuar operando bajo la marca Cobreros Supermercados.

Los años posteriores se vieron marcados por la continua expansión en la comunidad Andaluza, especialmente en Huelva donde deciden adquirir la cadena familiar Ecoprix en 1994, hasta llegar a los 100 establecimientos y más de 1,800 empleados en 1998.

En 1999 el grupo de distribución Royal Ahold decide continuar su expansión en España con el objetivo de aumentar concentración en un mercado en pleno crecimiento. Esto le lleva a adquirir los supermercados Cobreros, empresa que facturó 35,000 millones de pesetas en 1998⁹.

3.1.3. Consolidación como marca

A finales del año 2002 Ahold que en ese momento controlaba tanto Supermercados Cobreros como Dinosol además de ser el tercer distribuidor alimentario a nivel mundial se vio involucrado en un escándalo contable en el que se inflaron beneficios, lo que supuso la dimisión de su presidente, la rebaja del rating de la empresa por parte de Standard and Poor's y Moody's además de la pérdida de un 63% de su valor en bolsa¹⁰. El efecto en la empresa fue inmediato que se vio obligada a desprenderse de muchas de sus filiales con el objetivo de reestructurar la empresa y recuperar la confianza que había perdido en los mercados.

Una de las filiales afectadas fue la española, que en ese momento contaba con 600 supermercados distribuidos por la nación y que paso a estar en venta con el objetivo de recuperar todo el capital posible para reducir deuda. Tras un duro proceso de venta en el que se vieron involucrados distintos fondos de capital riesgo como CVC o Apax además de otras cadenas de distribución como El Árbol o Eroski la venta se materializo el 4 de Octubre de 2004 cuando el fondo de capital riesgo Permira adquirió el negocio de Ahold en España por un total de 685 millones de Euros, lejos de los 1,500 millones de Euros invertidos por el grupo holandés en España en los últimos años¹¹.

La estrategia de Permira era clara, reforzar a la empresa como líder del mercado canario y en las regiones estratégicas de la península devolviéndole el nombre de Dinosol Supermercados y manteniendo las marcas. Precisamente eso es lo que Permira llevo a cabo entre 2004 y 2010 a través de numerosas adquisiciones en los *core markets* de la cadena y desinversiones en los no estratégicos. Sin embargo la entrada en el mercado de competidores como Mercadona unido a la difícil coyuntura económica acabo lastrando el rendimiento de la empresa, que acabo siendo entregada a los acreedores en 2011 con el objetivo de reestructurar completamente el capital y por consiguiente salvar la empresa¹².

⁹ "Una firma holandesa negocia comprar los supermercados Cobreros y Dumaya." El País. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://elpais.com/diario/1998/09/04/andalucia>>

¹⁰ "Ahold pierde el 63% de su valor en Bolsa tras reconocer que infló beneficios." El País. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://elpais.com/diario/2003/02/25/economia>>

¹¹ "Ahold vende sus tiendas en España al fondo de capital riesgo Permira." Cinco Días. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://cincodias.com/cincodias/2004/10/04>>

¹² "Permira entrega la cadena de supermercados Dinosol a los bancos acreedores -." Cotizalia. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://www.elconfidencial.com/mercados/2011/permira-entrega-cadena-supermercados-dinosol-bancos-20110323-66516.html>>.

Un año después Dinosol Supermercados vendió la cadena de supermercados Supersol a Agile Investments, brazo inversor del grupo de distribución lituano Maxima¹³, operación que analizaremos a continuación.

3.2. Dinosol en el año 2011

Antes de meternos de lleno en las estrategias por las que Maxima decidió incurrir en la adquisición de Supersol, es importante entender en qué estado se encontraba Dinosol en el año 2011, con el objetivo de entender la empresa con mayor profundidad.

Con ventas brutas de aproximadamente 1,492 M€ Dinosol supermercados era el noveno distribuidor de alimentación en España en el año 2009.

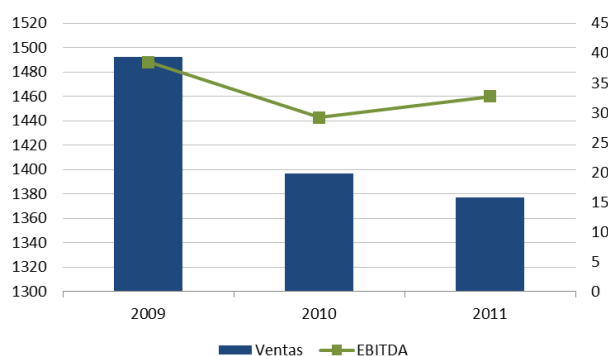


Figura 6: Ventas y EBITDA grupo Dinosol¹⁴

Dinosol cuenta con todo tipo de supermercados, divididos en las siguientes categorías y marcas: supermercados (Supersol en la península e HiperDino en Canarias), tiendas de conveniencia (HiperDino Express) y autoservicios mayoristas (Cash Diplo). De las ventas totales y el EBITDA, el 78% y 71% respectivamente proceden de la división de supermercados.

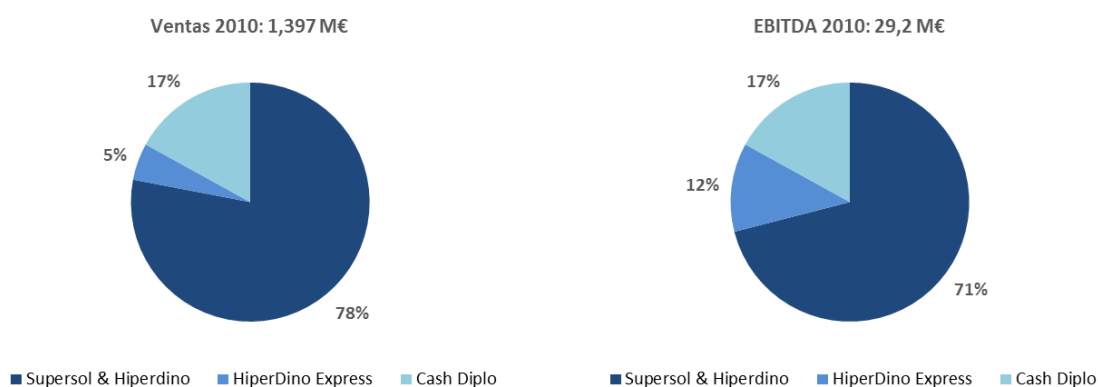


Figura 7: Ventas y EBITDA por división¹⁵

¹³ "Dinosol vende la cadena 'Supersol' al grupo lituano Maxima." Europapress. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://www.europapress.es/economia/noticia-economia-empresas-dinosol-vende-cadena-supersol-grupo-lituano-maxima-20120304200109.html>>.

¹⁴ Fuente: datos de la empresa

Dinosol operaba un total de 441 supermercados en España principalmente bajo las marcas de HiperDino en las Islas Canarias y Supersol en la península. Su principales mercados dentro de España eran las Islas Canarias donde se situaban como la primera cadena del archipiélago con una cuota de mercado del 23,9%, la provincia de Cádiz donde se posicionaban terceros con una cuota de mercado del 15,5% y la provincia de Málaga donde compartían posición con una cuota de mercado del 12,1%. Hay que destacar que en Madrid, pese a no ser uno de sus *core markets* tenían una presencia estratégica mediante establecimientos en localizaciones *premium* de la capital.

Total España	Establecimientos	Tipo	Tamaño medio (m2)
Supersol	211	Supermercado	852
HiperDino	139	Supermercado	1,090
HiperDino Express	55	Tiendas conveniencia	360
Cash Diplo	36	Cash&Carry	1,750
Total	441		

Figura 8: Distribución establecimientos por división¹⁶

A lo que a la logística se refiere, Dinosol contaba con un total de 11 plantas de distribución de las que cinco se encontraban en Andalucía, cuatro en las Islas Canarias uno en Ceuta y otro en Madrid. La fuerza laboral de Dinosol en 2010 equivalió a un total de 9,600 empleados distribuidos entre la península y las Islas Canarias.

3.3. Previsión Económica a medio plazo

Poco antes de ser adquirido por el grupo Maxima pero ya en manos de los bancos acreedores, Dinosol elaboró un plan estratégico que englobaba previsiones hasta el año 2015. Este plan de negocio se dividía en dos escenarios diferentes. El primero denominado como el caso baso, y el segundo al que denominaron como el caso impulsado por el CAPEX. A continuación procederemos a hacer un pequeño análisis de estos dos casos, que nos servirá en un futuro para comparar los resultados reales del grupo durante estos últimos años en comparación a los previstos por la empresa antes de ser adquiridos.

3.3.1. Caso Base

El llamado caso base fue el plan estratégico que el equipo directivo elaboró centrándose en una serie de medidas de crecimiento orgánico y que no necesitasen demasiada inversión debido a la delicada situación económica en la que se encontraba la empresa.

El primer punto que este escenario tenía en cuenta era la política de precios de la empresa. Con el objetivo de poder competir en precio con algunos de los *players* que surgieron en los últimos años como Mercadona o Carrefour, el equipo directivo creía que la mejor manera de asegurar crecimiento y recuperar cuota de mercado era segmentando los precios de sus supermercados.

Como se ha mencionado antes, los supermercados de Dinosol estaban ubicados en todo tipo de localizaciones, desde *premiums* como las que tenían en Madrid, hasta en barrios relativamente

¹⁵ Fuente: datos de la empresa

¹⁶ Fuente: datos de la empresa

pobres en las Islas Canarias. Por ello el poder segmentar los precios y por lo tanto los márgenes a los clientes potenciales de los clientes era sin lugar a duda una de las ideas a llevar a cabo en el plan estratégico, ya que en principio podía suponer una forma de aumentar en clientes. Por otro lado hasta ese momento Dinosol no era una cadena de distribución que se caracterizase por sus promociones. Por ello, y emulando a sus competidores que tanto éxito habían tenido hasta ese momento, este plan también integraba una vertiente de darle mayor importancia a tener promociones de precios en ciertos productos que pudiese atraer a nuevos clientes, centrando dichas promociones en los productos más solicitados en los distintos supermercados.

La frescura en los productos era también un aspecto a mejorar y que formaba parte del plan. Dinosol contaba con una ventaja competitiva con respecto a sus competidores en lo que a calidad en productos agrícolas se refiere pero hasta ese momento no se le había sacado demasiado partido. Por ello se pensó que había que sacarle partido al creciente interés de productos biológicos y de calidad, ya que podía erigir como un factor determinante a la hora de captar clientes, debido a que los competidores en el mercado no destacan en este aspecto.

Muy relacionado a la nueva política de precios por renta per cápita se elaboró un plan de surtimiento por localización geográfica. Gracias a los nuevos sistemas informáticos, Dinosol contaba con la capacidad de analizar al detalle que productos se venden con mayor asiduidad en cada supermercado. Con esta información la idea era incluir en cada supermercado únicamente los productos que realmente se venden, de esa forma se abaratarían los costes ya que no habría stock que tirar y probablemente aumentarían las ventas.

Por último el plan estratégico barajaba incluir una red de franquicias con la que obtener una nueva línea de beneficios a través de las conocidas *royalties*. Esto además permitiría dar a conocer la marca en lugares donde por cuestiones económicas o estratégicas el grupo aún no había llegado, lo que además en aquellos casos donde la franquicia funcionase bien, dichos supermercados podrían adquirirse, ayudando al desarrollo de la empresa con menor inversión inicial necesaria.

La siguiente tabla muestra las previsiones económicas previstas en el denominado caso base:

M€	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015	CAGR 11e-15e
Ventas	1.687,9	1.492,2	1.397,4	1.376,9	1.414,0	1.460,8	1.504,3	1.543,3	2,90%
% crecimiento	n.d.	(11,6%)	(6,4%)	(1,5%)	2,7%	3,3%	3,0%	2,6%	
Margen bruto	421,4	364,0	351,6	349,6	358,0	369,0	378,9	387,5	2,60%
% margen	25%	24,4%	25,2%	25,4%	25,3%	25,3%	25,2%	25,1%	
EBITDA	67,3	38,5	29,2	32,7	36,0	38,8	41,0	43,2	7,20%
% margen	4,0%	2,6%	2,1%	2,4%	2,5%	2,7%	2,7%	2,8%	

Figura 9: Previsiones económicas caso base¹⁷

3.3.2. Caso impulsado por el CAPEX

Este caso reside en el uso de la inversión como método de crecimiento para la empresa. Sin embargo al contrario de lo que nos podemos imaginar también busca la inversión orgánica, principalmente a través de la mejora de las instalaciones de sus supermercados.

¹⁷ Fuente: datos de la empresa

Gran parte de los malos resultados que venía teniendo Dinosol, se atribuía a los establecimientos de sus supermercados que empezaban a quedarse obsoletos. Este sector sobre todo desde la entrada del gigante Mercadona, ha avanzado mucho a lo que presentación se refiere. Es decir, en general los establecimientos dan la sensación de lugares modernos más parecidos a tiendas de ropa o incluso supermercados gourmet en muchos casos. Por ello el equipo directivo tenía la idea de poner en marcha un plan de remodelación que incluía llevar a cabo obras de mejora en aproximadamente 70 supermercados al año durante un periodo de cuatro años.

La segunda gran inversión pensada es la de introducir un sistema CRM . Los sistemas CRM (Customer Relationship Management) son sistemas informáticos de apoyo a la gestión de las relaciones con clientes, a la venta y el marketing¹⁸ . Con esto Dinosol sería capaz de saber con todo tipo de detalle las preferencias de sus clientes, y por tanto lanzar una tarjeta de socio del supermercado, que ofreciese descuentos en aquellos productos más utilizados por cada consumidor, y que en un futuro resultarían en mayores ventas para el grupo.

Con este plan estratégico la empresa pensaba obtener ventas de 1,620 M€ y un EBITDA de 62 M€ en el 2015

M€	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015	CAGR 11e-15e
Ventas	1.687,9	1.492,2	1.397,4	1.376,9	1.416,2	1.481,9	1.546,4	1.620,3	4,20%
% crecimiento	n.d.	(11,6%)	(6,4%)	(1,5%)	2,9%	4,6%	4,4%	4,8%	
Margen bruto	421,4	364,0	351,6	349,6	358,6	374,8	390,5	408,8	4,00%
% margen	25%	24,4%	25,2%	25,4%	25,4%	25,7%	26,0%	26,5%	
EBITDA	67,3	38,5	29,2	32,7	35,6	43,3	50,9	62,0	17,30%
% margen	4,0%	2,6%	2,1%	2,4%	2,5%	3,0%	3,4%	4,0%	

Figura 10: Previsiones económicas caso CAPEX¹⁹

3.4. Perfil del inversor: El Grupo Maxima

Como último paso antes de analizar los motivos por lo que este grupo decidió invertir en la adquisición de Supersol, en este apartado daremos una brevísima explicación del grupo Maxima, ya que en principio nos puede ayudar a identificar sinergias u otros motivos por los que incurrieron en la operación.

El grupo Maxima es una empresa de distribución alimentaria que fue fundada en 1992 en Lituania, y desde entonces se ha erigido como la cadena de supermercados más exitosa de los países bálticos. A día de hoy cuenta con 508 supermercados distribuidos entre Lituania, Letonia, Estonia, Polonia y Bulgaria. Su principal fuente de negocios sigue residiendo en Lituania donde es líder destacado del sector, aunque en Letonia ha conseguido adquirir buena parte del mercado, ya que tiene una cuota de mercado del 24%. Su tercer mayor mercado es Estonia, donde su cuota de mercado alcanza el 14%. La siguiente tabla resume algunas de las principales magnitudes del grupo en el año 2012:

¹⁸ "Customer relationship management." - Wikipedia. N.p., n.d. Web. 30 June 2014.

<http://es.wikipedia.org/wiki/Customer_relationship_management>

¹⁹ Fuente: datos de la empresa

	Bulgaria	Estonia	Letonia	Lituania	Polonia	Total
Número total de establecimientos	42	70	143	229	22	506
Número total de empleados	948,0	3.912,0	7.565,0	16.323,0	682,0	29.430,0
Clientes diarios	36.000,0	105.000,0	277.000,0	604.000,0	n.d.	1.022.000,0
Ventas (M€)	62,9	381,7	659,8	1.383,8	31,0	2.519,2

Figura 11: Principales magnitudes Grupo Maxima 2012²⁰

A lo que a áreas de negocio se refiere, Maxima tiene mucha similitud a Dinosol, ya que cuenta con cuatro líneas de negocio principales que incluye supermercados, tiendas de conveniencia, hipermercados y los llamados *cash&carry*. Al igual que en el caso del grupo español, su principal fuente de ingreso son los supermercados.

El desempeño económico de Maxima viene siendo bastante constante en los últimos años, aunque es cierto que el periodo de 2009-2011 ha lastrado un poco los resultados debido principalmente a la caída en el consumo. Desde entonces el crecimiento ha sido retomado por lo que las expectativas futuras son bastante favorables.

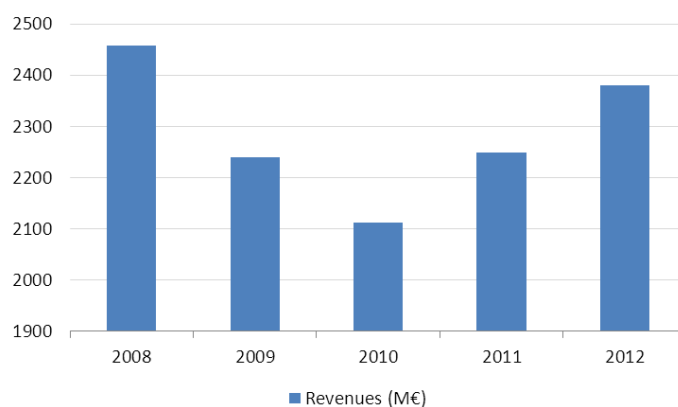


Figura 12: Ventas grupo Maxima 2008-2012²¹

3.5. La operación de adquisición de Supersol

A estas alturas el lector debería de estar familiarizado tanto del adquiriente de la empresa como de la empresa adquirida, por lo que podemos meternos de lleno en la operación para analizar que lleva a un grupo lituano líder en el mercado báltico de la distribución, a adquirir una empresa de supermercados española.

Como nos podemos imaginar, las razones son muchas, pero sí que es cierto que en esta operación existían tres características de Supersol que le convertían en una operación de mucho interés para el grupo Maxima: la relevancia del mercado de la distribución español a nivel europeo, la cartera de establecimientos de Supersol en España y la clara estrategia definida por la empresa. Todo ello hacían de Supersol una empresa con la capacidad de llegar a ser lo suficientemente robusta

²⁰ "Maxima Group." Wikipedia. Wikimedia Foundation, 25 June 2014. Web. 30 June 2014.

<http://en.wikipedia.org/wiki/Maxima_group>

²¹ Fuente: Pagina web grupo Maxima

financieramente hablando después de una correcta reestructuración y por lo tanto una empresa con una posición ideal para generar valor a medio plazo.

El siguiente gráfico muestra las principales razones por las que Maxima decidió llevar a cabo la operación:

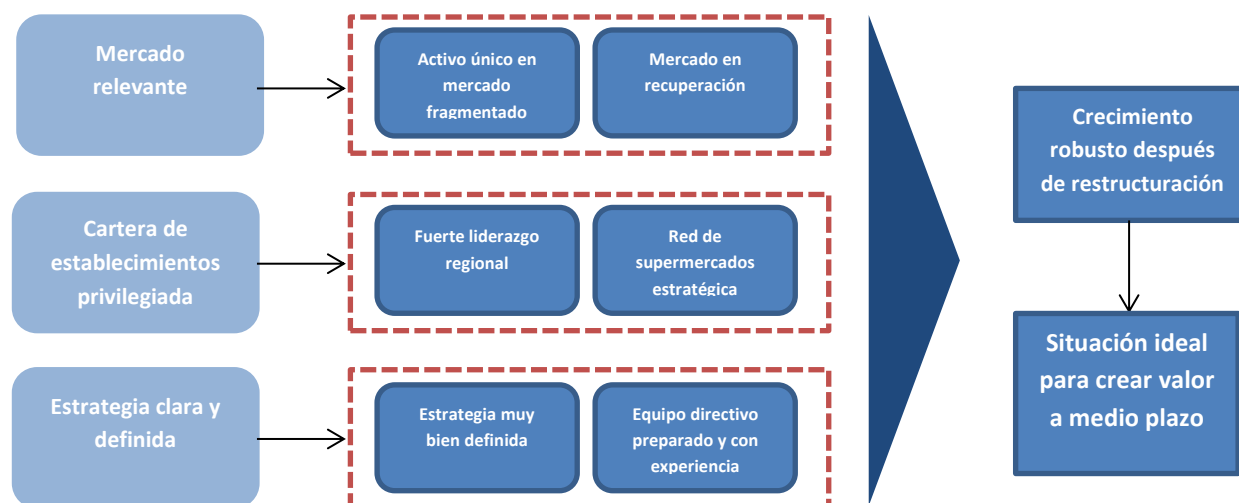


Figura 13: Análisis de la operación de adquisición de Supersol²²

Con el objetivo de hacer el análisis de la manera más estructurada posible, partiremos de las tres características mencionadas anteriormente que iremos desarrollando y justificando con los datos pertinentes.

3.5.1. Mercado relevante

Cuando hablamos del mercado español de distribución alimentaria, hablamos de uno de los cinco principales mercados en Europa. Sin ir más lejos, a lo que tamaño de mercado se refiere (medido en ventas anuales) España se encuentra en cuarto lugar con ventas de 97,000 M€ en 2010, solo superado por Alemania, Reino Unido y Francia, todos ellos países con población bastante superior a la española.

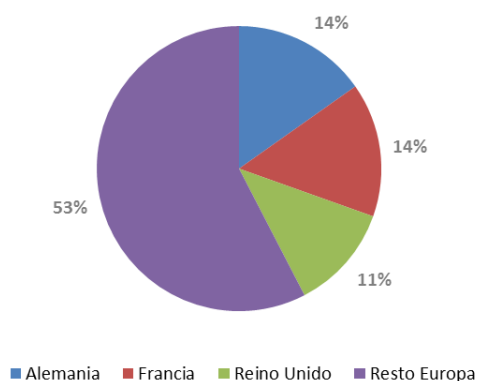


Figura 14: Distribución mercado de la alimentación en Europa en 2010²³

²² Fuente: Elaboración propia

Unido al enorme tamaño que juega en claro favor de España, las tendencias en Europa tienden hacia la dirección de productos sanos y de calidad, característica verdaderamente presente en la cultura de Supersol principalmente debido a la ventaja competitiva que tiene en los productos agrícolas.

País	Cuota mercado 5 players principales
Noruega	93%
Finlandia	92%
Suecia	86%
Suiza	84%
Irlanda	84%
Reino Unido	82%
Bélgica	76%
Dinamarca	76%
Austria	73%
Alemania	70%
Francia	68%
Holanda	66%
España	56%
Italia	36%

Figura 15: Cuota de mercado principales players distribución Europa 2010²⁴

Volviendo al mercado español, hay que destacar que aunque los cinco *players* principales representen un 56% del mercado, hablamos de un mercado que tiene aún bastante capacidad para la consolidación, debido a que el grado de concentración de las principales cadenas sigue siendo inferior al visto en otros mercados más desarrollados como se puede ver en la figura 12. Esto se debe a que existe una clara tradición de cadenas de supermercados familiares de poco tamaño que operan regionalmente en aquellas comunidades donde las grandes cadenas tienen menos cuota de mercado, por lo que suponen una clara oportunidad de expansión vía adquisiciones. Clara muestra de ello es el crecimiento de cadenas de supermercados extranjeras como Aldi (alemana) o Auchan (francesa) que han visto la oportunidad de entrar en España con el objetivo de hacerse con una importante cuota de mercado antes de que el grado de concentración sea mayor, algo que no está ocurriendo en ningún otro mercado europeo.

²³ Fuente: Datamonitor

²⁴ Fuente: Nielsen

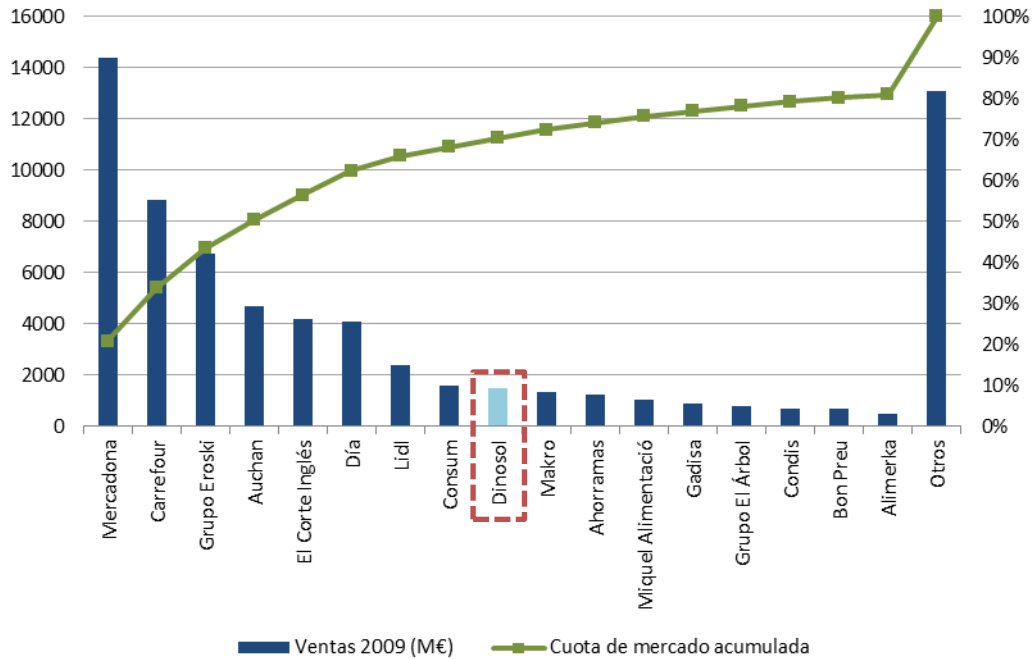


Figura 16: Ventas por cadena de distribución y cuota de mercado acumulada²⁵

Desde el punto macroeconómico las noticias no son tan positivas debido a que el mercado ha sufrido un retroceso del 5% entre 2009 y el 2010 después de llevar acumulando un crecimiento interanual cercano al 5% la década previa²⁶. Esto ha generado una serie de características en el mercado español que antes no estaban presentes y que está obligando a los competidores a adaptarse con gran rapidez para no perder cuota de mercado. Las tres principales características son las siguientes:

- **Efecto “regateo”:** El precio ha pasado a ser el principal criterio de los consumidores a la hora de seleccionar su supermercado.
- **Sector inmerso en una guerra de precios:** Incitado por Mercadona con su estrategia de “cada día precios más bajos”.
- **Rápida expansión de las marcas blancas:** Aunque este tipo de productos han tenido una iniciación bastante lenta en el mercado español debido a lealtad de los clientes a las marcas, los precios atractivos de las mismas y las estrategias de marketing apropiadas han conseguido que las marcas blancas sean cada vez más populares. En el 2010 estas reportaban un 42,3% del volumen del mercado y un 31,4% de las ventas totales.

Sin embargo el grupo Maxima juega con cierta ventaja ya que esta guerra de precios y la importancia de las marcas blancas es algo que ya lleva presente bastante tiempo en los países balcánicos, por lo que el periodo de adaptación para ellos sería claramente inferior al de muchos de sus competidores.

Estos cambios en el patrón de los consumidores también ha afectado a la segmentación del mercado a lo que tipo de establecimientos se refiere. Hay una clara tendencia por parte de los consumidores

²⁵ Fuente: Alimarket

²⁶ Fuente: Planet Retail

hacia los distribuidores modernos, es decir, aquellos que ofrecen todo tipo de productos en un mismo establecimiento. Este crecimiento ha sido mayor en lo que a supermercados se refiere, en detrimento de los hipermercados o supermercados tradicionales.

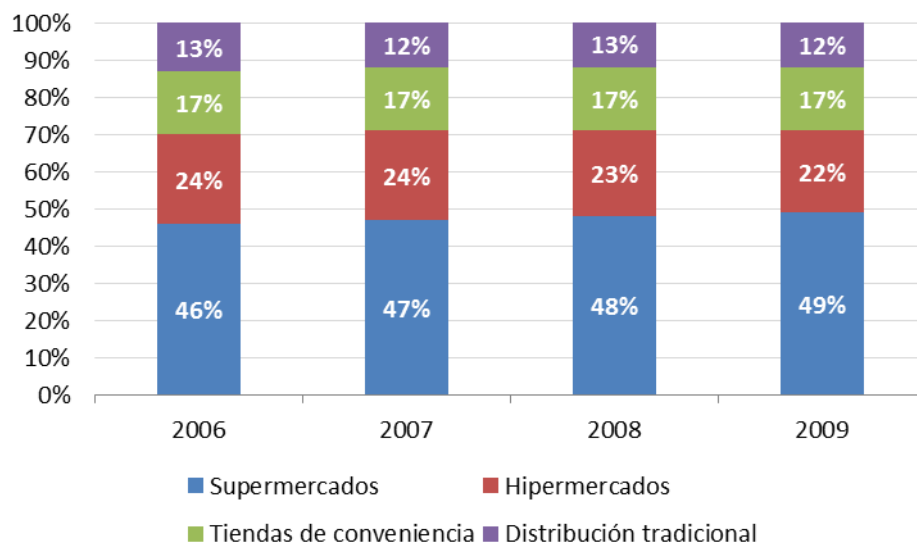


Figura 17: Evolución de la segmentación de distribución en España²⁷

Viendo la clara tendencia del mercado hacia el segmento de los supermercados y junto con la esperada recuperación macroeconómica del país hacen de Supersol un *target* realmente interesante para el grupo Máxima en su entrada en España.

3.5.2. Cartera de establecimientos privilegiada

Las principales preocupaciones del grupo Maxima a la hora de seleccionar la cadena de supermercados a comprar eran en primer lugar era que tuviese un precio adecuado, algo relativamente sencillo teniendo en cuenta la mala coyuntura económica del país en esos momentos, pero sobre todo el posicionamiento geográfico de la empresa.

Dado que la idea del grupo Maxima era continuar la expansión de una cadena con potencial, gran parte de la decisión residía en encontrar un grupo que tuviese una alta concentración de sus tiendas en un número de regiones pero con una alta cuota de mercado. Esto les permitía consolidar la empresa con mayor facilidad y menor coste, mientras que les permitía seguir creciendo a través de la adquisición de cadenas de supermercados pequeñas en aquellos sitios donde ellos augurasen mayor potencial de crecimiento sin necesidad de desinvertir demasiado para ello.

²⁷ Fuente: TNS Master Panel

Supersol cumplía exactamente con lo buscado, ya que en la península Ibérica 120 de sus 211 tiendas se ubicaban en las provincias de Cádiz y Málaga, siendo además los terceros en ambas regiones en lo que a ventas se refiere.



Figura 18: Ventas de Supersol en las provincias de Cádiz y Málaga²⁸

Sin embargo el verdadero valor añadido de la cartera de Supersol que tanto interesaba a Máxima era la magnífica ubicación de la gran mayoría de sus supermercados. Más del 60% de la cartera se encuentran ubicados en zonas *premium* de las regiones, incluyendo 31 en Madrid en ubicaciones difícilmente replicables, lo que promueve una imagen de marca realmente sólida e inalcanzable para la mayoría de sus competidores. También hay que destacar que aproximadamente un 18% de la cartera está formada por establecimientos en grandes centros comerciales con parking propio, algo que solo Mercadona ha conseguido hasta el momento.

Hay que destacar que otra de las características que diferencian a Supersol de sus análogos son las magníficas condiciones económicas de los establecimientos arrendados. Pese a la magnífica ubicación de los mismos, casi el 50% de estos pagan una renta menor a la media del mercado según indica un estudio de PwC sobre la materia.

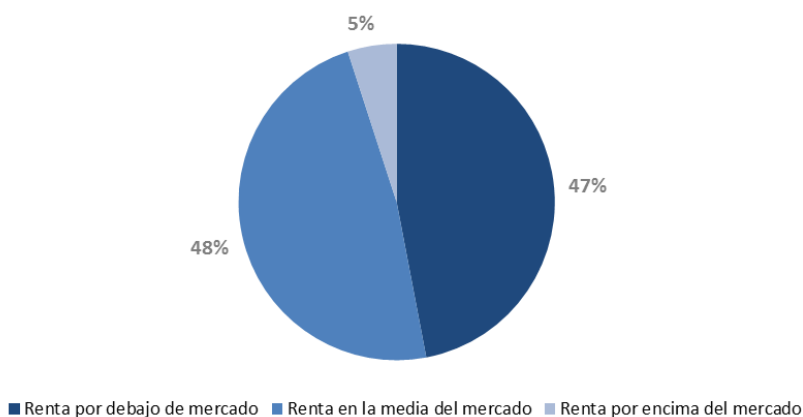


Figura 19: Distribución de la renta por arrendamiento pagada por los establecimientos²⁹

3.5.3. Estrategia clara y definida

Una gran parte por la que los acreedores aceptaron tomar el control de Dinosol pese a su delicada situación financiera, era la estrategia clara y factible diseñada por su equipo directivo que aseguraba la sostenibilidad de la empresa a medio plazo siempre y cuando existiese un mínimo de liquidez y

²⁸ Fuente: Nielsen

²⁹ Fuente: Estudio PwC

respaldo económico. Eran conscientes que llevar a cabo los primeros pasos en este plan podía suponer una pronta venta de la empresa y por lo tanto recuperar el dinero que años atrás habían invertido. Maxima que como ya sabemos tiene mucha experiencia en el sector (aunque en otros mercados) era consciente de que todo lo planificado era posible, por ello decidió invertir en la compra de Supersol con el objetivo de llevar a cabo el plan y sacar rentabilidad por su compra.

El plan tal y como se definió en su momento es confidencial teniendo en cuenta que por aquel entonces Dinosol ya era una empresa privada, sin embargo tenemos suficientes argumentos como para pensar que el plan que aquí proponemos se acerca en un alto porcentaje al propuesto en el 2010.

La base principal del proyecto residía en centrarse en el cliente habitual. Desde la entrada de Mercadona en el mercado el nivel de competencia había aumentado tanto que la captación de nuevos clientes se había convertido en una misión casi imposible, por lo que se creía que era de vital importancia intentar mantener a los habituales con el objetivo de que estos aumentasen su consumo cuando la coyuntura económica tomase su cauce habitual. Para conseguir esto había claramente que llevar a cabo una reestructuración interna dado que el modelo de negocia era claramente obsoleto de forma que a medio plazo la empresa recuperase el crecimiento. La siguiente figura muestra gráficamente el plan estratégico del que hablamos:



Figura 20: Plan estratégico de Supersol³⁰

3.5.3.1. Cliente

Los supermercados Supersol están en su mayor medida situados en barrios de clase media generalmente relativamente céntricos. Por lo tanto hablamos de una clientela que acude a Supersol

³⁰ Fuente: Elaboración propia

debido a la cercanía a su casa, ya que lo consideran el supermercado de “su” barrio. Esto implica que gran parte de su clientela son las amas de casa de hogares con familias generalmente de entre tres y cuatro miembros. Un estudio de Nielsen ha demostrado que el patrón de compra en los Supersol suelen ser cestas relativamente pequeñas y que valoran altamente los productos frescos. El hecho de que la mayoría de la clientela acuda a esta cadena por la cercanía a su hogar unido a que la cesta de la compra suele ser pequeña, también implica que suelen basar sus compras en las ofertas del día para maximizar su compra con la menor cantidad de dinero posible.

Conociendo todas estas características las acciones estratégicas a seguir tienen que basarse en la segmentación de sus clientes, por lo que una de las primeras decisiones a tomar es la mejora de los productos frescos que tan valorados están entre sus clientes. Esta vertiente tiene que estar reforzada por el desarrollo comercial de sus empleados que deben intentar aumentar la compra de los clientes a base de recomendarles los mejores productos del día, con el objetivo de crear un vínculo de confianza que genere mayores ventas en el futuro. Es de vital importancia también desarrollar el marketing específico para cada tienda con ofertas que se ajusten a lo que buscan los clientes de la zona. De esta manera y teniendo en cuenta que basan sus compras en las ofertas se podrá generar mayores beneficios medios por cliente.

Adicionalmente hay que intentar captar nuevos clientes principalmente centrándonos en aquellas personas que viven muy cerca del establecimiento pero no frecuentan demasiado Supersol o que no son leales a ningún supermercado. La mejor manera de conseguir el objetivo es a través de mejor publicidad de la calidad y precio de los productos frescos ofrecidos teniendo en cuenta que los patrones de compra en los barrios suelen ser bastante similares por lo que es muy probable que existan bastante clientes potenciales en aquellos sitios donde haya un supermercado de otra cadena cercano al Supersol.

3.5.3.2. Formato de tienda

Los establecimientos de Supersol deben de estar completamente adaptados a las necesidades de sus clientes. Siendo esto así la referencia tienen que ser los supermercados urbanos de tamaño cercano a los 900m², ya que suponen un tamaño suficientemente grande como para ofrecer todos los servicios que se quieren dar de una forma efectiva pero no son excesivamente grandes, por lo que la calidad del servicio debe ser óptima.

La comida fresca tiene que ser un elemento fundamental en todos los establecimientos, por lo tanto todas aquellas tiendas que no cuenten con una zona lo suficientemente grande o vistosa formaran parte del plan de remodelación que aspira a remodelar 70 tiendas anualmente durante cuatro años.

Debido a que los consumidores buscan cada vez más establecimientos donde poder hacer toda su compra sin necesidad de ir a otro tipo de tiendas (panaderías, fruterías, etc), se incluirán panaderías a la entrada de todos los supermercados con el objetivo de explotar este servicio.

Dado que se busca mejor trato con el cliente, se ampliará la asistencia dentro de los supermercados por contrapartida al auto servicio. De esta manera se fomentará la “experiencia Supersol” que aspira a aumentar la cantidad media gastada por cliente en cada visita a los supermercados.

3.5.3.3. Estrategias de comida fresca, surtido y precio

Reiteramos que el pilar de la estrategia de Supersol reside en la comida fresca y de calidad. Por ello dentro de este plan estratégico se incluye que de medio a largo plazo se aumente el peso de la comida fresca en Supersol de un 30% que ocupa actualmente a un 50%. A su vez se intentará que en estos departamentos la atención al cliente sea más parecida a la vista en los mercados tradicionales, volviendo a la idea de generar la “experiencia Supersol”.

Esta “experiencia Supersol” se conseguirá empleando personal con experiencia en mercados tradicional y buen trato con la gente de forma que funcionen los departamentos desde el primer día. Para favorecer el trato excelente se crearan sistemas de compensación competitivos para aquellos vendedores que consigan mayores ventas.

Dentro de los productos frescos se incluirán los llamados “frescuentos” dirigido a promocionar diariamente estos productos con el objetivo de captar diariamente a todos los clientes a estos departamentos. Habrá también una segmentación dentro de los propios productos de forma que existan productos frescos para clientes de todos los rangos de poder adquisitivo.

Teniendo en cuenta que los productos frescos pasarán a tener una importancia del 50% a medio plazo, se espera también aumentar la marca blanca hasta un 20% teniendo en cuenta que las tendencias a nivel nacional tienden a ello. Debido a que Supersol se ha caracterizado siempre por tener una amplia selección de marcas en todos sus productos, estos ocuparan el restante 30%.

La implementación de un sistema CRM ayudará a que los productos ofrecidos en cada establecimiento se adecuen a los gustos locales, de forma que se consiga optimizar las referencias ofrecidas y por lo tanto se aumenten considerablemente las ventas medias por cliente a medio plazo.

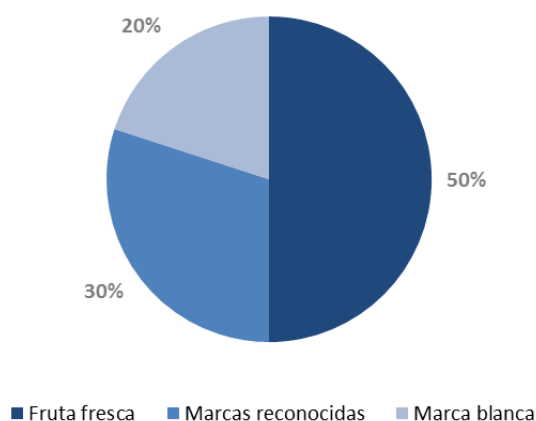


Figura 21: Distribución objetivo a medio plazo³¹

A lo que al surtido se refiere, el objetivo es mantener pasillos muy ordenados y bien señalizados de forma que el consumidor sea capaz de ubicar sus productos con mucha facilidad. Se incrementará la oferta de productos locales para crear un vínculo con los clientes del supermercado lo que espera potenciar la demanda.

³¹ Fuente: Información de la empresa

Los precios también tienen que ser una clara medida a tener en cuenta dentro del plan estratégico. Existe una clara necesidad de segmentar los precios por contextos socio-económicos, nivel de competencia, tamaño y ubicación tal y como se va a llevar a cabo en el surtido. Así se conseguirá optimizar lo máximo posible la oferta a la demanda potencial de cada supermercado. Todos estos criterios se llevarán a cabo a través de márgenes referencia según una serie de criterios (los mencionados anteriormente), favoreciendo así beneficios objetivo.

Estos precios tienen que afectar directamente a las promociones, que tienen que pasar de centrarse en ofertar un carro de la compra al menor precio posible, a promociones dirigidas a aumentar la lealtad de los clientes y la frecuencia de compra de los mismos. El objetivo tiene que ser cambiar la percepción del cliente, que ve Supersol como un supermercado caro, cuando según estudios de Nielsen, se posiciona entre las tres cadenas de supermercados más baratas a nivel nacional.

3.5.3.4. Empleados

A lo que a personal se refiere, la estrategia pasa por darle continuidad al plan establecido en el 2010 por el equipo directivo, estrategia que intenta emular a Mercadona en muchos aspectos, dado los buenos resultados que estos últimos han obtenido a través de los mismos. Los tres pilares dentro de la estrategia de personal son nuevos programas de formación, programas de evaluación e incremento de los niveles de comunicación entre los empleados.

Los programas de formación están dirigidos a incrementar la asistencia en tienda y la experiencia de compra dentro de los establecimientos. Para ello existe la necesidad de incrementar el liderazgo y motivación de los encargados de cada supermercado, de forma que estos promuevan también la comunicación entre empleados. Se creará unos centros de entrenamiento similares a los vistos en compañías de otros sectores como la auditoría, donde se impartirán cursos específicos en las distintas destrezas requeridas. Con ello se espera que Supersol sea pionera y una referencia dentro del sector.

Los programas de evaluación ayudarán a identificar las áreas de mejora desde la perspectiva de recursos humanos. También se implementará un nuevo plan de motivación que valore a los empleados según los resultados obtenidos, y que los que mejor resultados obtengan, se verán recompensados con retribución económica adicional.

La última característica a tener en cuenta es la comunicación dentro de la propia empresa. Existe el sentimiento de que en Supersol la gestión está muy separada del trabajo en tienda, algo que afecta negativamente a la empresa. Por ello se establecerán mayores vínculos de comunicación entre las dos partes, y se facilitarán buzones de sugerencias o similares para mejorar no solo a experiencia para los clientes sino para todos los trabajadores del grupo.

3.5.3.5. Cadena de suministro

Supersol opera 7 plantas logísticas en España. Con el objetivo de mejorar significativamente la eficiencia de costes, el plan estratégico incluye una centralización de estas plantas tanto en Madrid (para una futura posible expansión en el norte de España) como en Andalucía.

Existe también la necesidad de optimizar las plataformas informáticas a lo que la logística se refiere. Se podrían implementar tecnologías como Oracle que permiten hacer estimaciones de ventas a 9 semanas, lo mejoraría la planificación del stock, que tendría un efecto directo sobre la organización,

el transporte, etc. Sería también importante optimizar la cadena de suministro de los productos frescos, teniendo en cuenta que estos ganarán importancia en las ventas de la empresa.

El transporte sufriría también cambios si se decidiese llevar al cabo el plan. Se intentaría optimizar la carga de los camiones o incluso negociar con proveedores u otras empresas de distribución que tengan rutas similares a las de Supersol para buscar sinergias de transporte y por lo tanto reducir considerablemente los costes.

3.5.3.6. Crecimiento

El objetivo del plan estratégico que hemos analizado tiene como es obvio el objetivo de crear crecimiento para la empresa, basándose en tres pilares principales, que son: mantener a los clientes habituales, incrementar el gasto medio por cliente y capturar el mayor número de clientes posible. La siguiente figura resume con claridad los puntos que hemos tenido en cuenta anteriormente, incluyendo si estos necesitarían inversión o no:

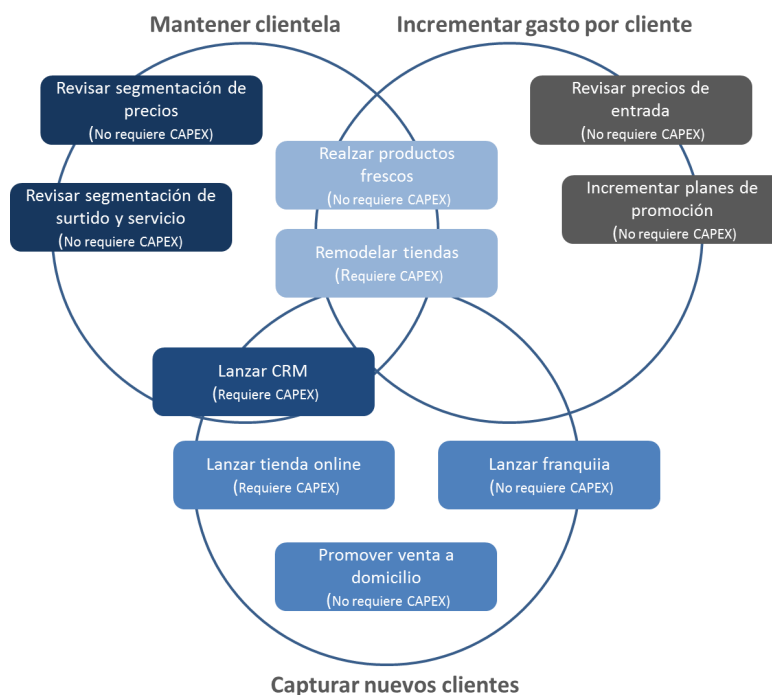


Figura 22: Resumen estrategias crecimiento Supersol³²

Como se puede ver este plan estratégico que tanto ha convencido al grupo Maxima, identifica claramente los drivers necesarios para el crecimiento orgánico, a lo que habría que añadir las oportunidades de crecimiento inorgánica disponibles en España, que como sabemos la concentración es menor a otros países europeos, por lo que se podría considerar como una estrategia adicional.

Otro dato positivo de este plan estratégico es que basa casi todas sus estrategias en acciones que no requieren inversión, por lo que se podrían llevar a cabo desde el primer momento. Sin embargo realiza también otras que con cantidades mínimas de inversión se podrían también llevar a cabo, por

³² Fuente: Elaboración propia

lo que deja la puerta abierta a los planes estratégicos muy diversos dependiendo siempre de la estabilidad económica por lo que pase la empresa en los próximos años

3.5.4. Crecimiento robusto y creación de valor a largo plazo

Se ha podido comprobar que la operación de compra por parte del grupo Maxima incluye todos los ingredientes para favorecer una reestructuración robusta que aporte crecimiento y valor a largo plazo. La empresa cuenta con todo lo que el inversor busca y la estrategia para llevar a cabo los planes parece bien definida. Con todo esto se esperan obtener ventas en 2015 de 1,543 M€ siempre que no se incurra en inversión extraordinaria y de 1,620 M€ si por contrario decidiesen utilizar CAPEX. Pese a ello los planes de negocio no siempre tienen los resultados deseados, por ello finalizaremos el trabajo con un análisis real de la situación de Supersol a día de hoy y si el objetivo de Maxima se ha visto cumplido.

4. Conclusiones

4.1. Síntesis de la operación

La compra de Supersol por parte del grupo Maxima ha sido un ejemplo de integración horizontal causado principalmente por sinergias tanto operacionales como estratégicas que compartían las dos empresas. Se trata de una adquisición por parte de un grupo extranjero, que debido a que ha alcanzado lo que ellos ven como la máxima cuota de mercado en sus mercados originales, busca oportunidades de inversión en el extranjero que les permita seguir creciendo.

En este caso el elegido fue el mercado español debido a que pese a la alta concentración del mercado por los principales *players*, dicha concentración era menor que la vista en muchos otros mercados igual de desarrollados como el alemán o el francés. De esta forma se abría la posibilidad de obtener si necesidad de hacer varias adquisiciones (lo que en el sector se conoce como *build-up*) una cuota de mercado y un reconocimiento que les permitiría seguir la expansión por el resto de la península sin la necesidad de empezar de cero, que requiere mayor inversión y suele ser más complicado.

Se optó por llevar a cabo la compra como un *buy-out*, y no un LBO debido a que la empresa estaba lo suficientemente endeudada de por sí, además de que se trata de una inversión que en teoría es a largo plazo (por las mencionadas sinergias), aunque según medios especializados no termina de estar claro.

Las razones no están del todo claras, pero como veremos en el siguiente apartado los resultados no han sido para nada lo esperado. Fuera del análisis de las cuentas que ejerceremos posteriormente, parte del problema puede haber residido en que se mantuvo el equipo directivo lo que evito el impacto directo entre los empleados. Esto se hizo de esta manera imaginamos que con la idea de transmitir continuidad en la empresa, pero es ya bien sabido que a veces cuando una empresa lleva un tiempo determinado encadenando malos resultados, la rotación de los responsables puede ser la llave al cambio.

Otro error pudo haber sido el sobre estimar las sinergias, algo que ocurre a menudo y que puede hacer al comprador pensar que los resultados van a llegar antes de lo esperado, debida a que se espera mayor eficiencia principalmente por el *know-how* compartido.

Por último parte de razón pudo estar relacionada al mal análisis del funcionamiento de la empresa. Con esto nos referimos a que igual el comprador mal interpreto aquello que funcionaba bien de lo que no, lo que igual genero cambios en algunos procesos que han podido llevar a la empresa a ser menos eficiente, y por lo tanto a unos malos resultados.

4.2. Análisis de la cuenta de resultados

En primer lugar y para poder llevar a cabo un análisis correcto tenemos que estimar las ventas de Supersol en el año 2009, ya que los datos que tuvimos en cuenta previamente eran de Dinosol, grupo que engloba más líneas de negocio. Para ello calcularemos el 78% de las ventas (porcentaje que suponía la línea de supermercados), y de ahí el 60% (los 211 supermercados que compró

Maxima de los 350 totales que tenía Dinosol en ese momento). La cifra que obtendremos no será exactamente la correcta, pero será lo suficientemente cercana como para desarrollar el análisis. La siguiente tabla muestra la evolución de Supersol teniendo en cuenta lo arriba descrito:

M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ventas	793,8	701,7	657,1	-	422,8	533,8
<i>% crecimiento</i>	<i>n.d.</i>	<i>(11,6%)</i>	<i>(6,4%)</i>	-	<i>(35,7%)</i>	<i>26,2%</i>
EBITDA	31,7	18,1	13,7	-	(31,7)	(17,6)
<i>% margen</i>	<i>4,0%</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,1%</i>	-	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>

Figura 23: Evolución ventas Supersol³³

El desempeño de Supersol ha sido notablemente más bajo del que venía teniendo cuando formaba parte del grupo Dinosol. Por el lado de las ventas, se puede atribuir una buena parte del retroceso a la crisis económica, que a diferencia de lo esperado siguió afectando negativamente al sector de la distribución alimentaria durante el 2012. La mejora en los resultados de 2013, es en parte debido a la mejora en el consumo privado. Sin embargo no todo se puede atribuir a esta mejora, ya que ha sido muy reducida. Es muy probable que otra gran porción de este incremento se haya debido a principalmente las implementación de la estrategia analizada anteriormente, que preveía una mejora de eficiencia notable en la empresa.

Por el lado del EBITDA, la enorme disminución con respecto a la situación previa a la compra es difícil de explicar. Intuimos que para el año 2012 habría que tener en cuenta el cierre de tiendas que tuvo lugar dentro de la compañía. Según datos de Alimarket , el número de tiendas Supersol en 2012 fue de 198, esto supone una reducción en 13 tiendas con respecto a 2010 y refleja desinversiones no estratégicas. Los impactos negativos en el EBITDA pueden estar directamente relacionados con esta decisión.

El cierre de tiendas tiene asociado lo que comúnmente se conoce como el coste de desmantelamiento. Este suele ser muy alto para la empresa, ya que implica despedir personal, a veces incumplir contratos de arrendamiento (y por lo tanto pago de indemnizaciones) y por supuesto una fuente menor de beneficios. Esto reduce ingresos y aumenta gastos, afectando directamente al EBITDA. El hecho de que en el 2013 aumentase el EBITDA en una cantidad tan alta, puede ser precisamente porque todos, o al menos la mayoría, de estos costes se asumiesen durante este ejercicio.

Podemos también pensar que otra de las razones por las que el beneficio operativo se ha visto positivamente afectado en el ejercicio del 2013, es la reducción en plantilla dentro de la empresa, que según las cuentas anuales, ha pasado de 4,756 empleados en 2012 a 3,991 en 2013. El despido de estos empleados habrá supuesto un coste para la empresa, pero posiblemente mucho menor al coste de pagarles el salario (estamos hablando de una reducción de plantilla equivalente al 16%), por lo que unido a mayores ventas, ha incrementado mucho el EBITDA.

³³ Fuente: Sabi, Alimarket

Un dato destacable que no afecta a los resultados del 2012 pero que puede ser positivo en próximos ejercicios, es que han disminuido la deuda de la empresa de 125 millones de euros en 2009 a 46 en el año 2012. Esto supone una reducción en la deuda de aproximadamente el 63% y puede ser un factor principal de cara a volver al crecimiento en años futuros. En 2013 ha aumentado según las cuentas anuales a 48 millones de euros, pero este pequeño aumento se puede deber a necesidad operativa por lo que no habría que darle mayor importancia.

Hecho este análisis de las cuentas la situación no es clara ya que pese a estar claramente en pérdidas, la enorme mejora registrada del ejercicio 2012 al 2013 da signos de esperanza. Por ello vamos a proceder a analizar la evolución del sector y sacar conclusiones de si se debe a una mejora interna o que simplemente Supersol se ha beneficiado de una mejora en el mercado.

4.3. Evolución del sector

La evolución del sector de la distribución alimentaria se puede denominar cuanto menos como errática. La caída en el consumo privado ha frenado las ventas totales del mercado ya que pese a registrar un aumento de los 68,800 millones de euros en 2009 a los 69,000 registrados en 2012, este crecimiento ha sido sostenido principalmente por dos o tres operadores, lo que genera una visión distorsionada del sector, ya que cadenas como Mercadona han aumentado sus ventas desde los 14,000 millones a los 17,500 millones (solo por este cambio ya se podría explicar el aumento) mientras que otras que suelen ser protagonistas como Carrefour o el grupo Eroski han caído un 6% y un 13% respectivamente (Segura, 2013).

Supersol entra en este último grupo debido a que ha registrado caídas en su facturación cercanas al 40% del 2010 al 2012. El sector invita a pensar que parte de la caída en ventas de Supersol están directamente relacionadas al descenso en el consumo privado y el hábito en los consumidores, que ahora buscan el supermercado más competitivo en precio y no necesariamente en otros aspectos como la variedad y las marcas que antes eran determinantes. Esto creemos que se ve reforzado por el hecho de que Mercadona haya sido el mayor beneficiado en estos cambios. Mercadona es el líder indiscutible en el mercado en volumen, por lo que su poder de negociación con los proveedores es mucho mayor que el de sus competidores, generando una ventaja competitiva debido a que pueden reducir los precios más que cualquier otra empresa, y por lo tanto captar a un mayor número de clientes.

Todavía no hay publicados datos de mercado que hablen del 2013, pero intuimos que el mercado ha seguido buscando ese punto diferencial en precio. Realmente Supersol siempre ha tenido una ventaja en ese aspecto, pero no ha sabido explotarla de la manera adecuada a lo que a publicidad se refiere. No lo sabemos con ciencia cierta, pero es probable que otra de las razones por la que el 2013 haya habido una mejora en ventas, puede ser porque la estrategia de marketing haya entrado en funcionamiento con éxito, lo que haya supuesto la captación de nuevos clientes, que pueda explicar esa mejora del 33% que se han registrado en ventas.

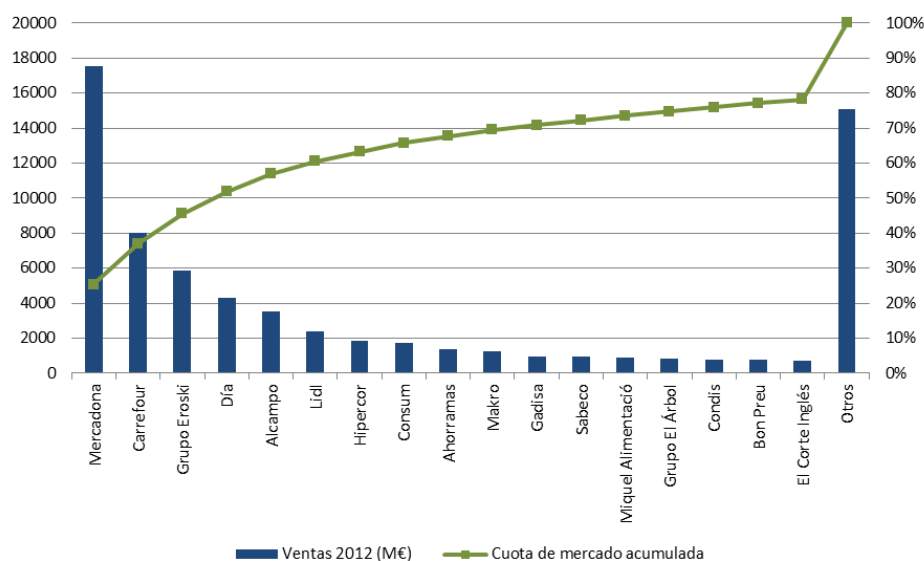


Figura 24: Ventas por cadena de distribución y cuota de mercado acumulada³⁴

La poca adaptabilidad de Supersol a los numerosos cambios por los que está pasando el sector puede ser otra de las razones por la que ha registrado tan malos resultados en 2012. La inversión ha sido una de las claves en los últimos ejercicios no solo para el aumento de concentración si no para la adaptabilidad de los establecimientos a los nuevos hábitos de los consumidores que son cada vez más exigente.

En este aspecto destacan las inversiones de Mercadona que sumaron un total de 585 millones de euros en 2012 (Segura, 2013) encabezando la lista. Cierto es que la alta competencia y el intento por innovar más que la competencia no ha dado frutos a todos aquellos que han invertido mayores sumas de dinero, sino a los que han conseguido acertar con la inversión a llevar a cabo (reformas en los locales, adquisición de cadenas pequeñas, etc).

Supersol se ha visto negativamente afectado ya que la inversión de la empresa ha sido prácticamente nula. Intuimos que esto se debe a que los nuevos dueños entienden que hay problemas estructurales de mayor importancia que la inversión que necesitaban cambios inminentes. Viendo los resultados del siguiente ejercicio, parecen haber tenido éxito, pero esto no esconde la necesidad de invertir para sobrevivir en este sector, por lo que creemos que esta buena dinámica continúe si no se recupera la inversión tanto orgánica como inorgánica.

4.4. Opinión personal sobre la operación

Antes de la adquisición, Supersol ya era un grupo venido a menos. Pese al enorme crecimiento que registro durante décadas, el ambicioso plan de expansión llevado a cabo por los numerosos fondos capital-riesgo que tomaron el control de la empresa, les llevo a entrar en barrena hasta que no pudo hacer frente a sus deudas y paso a manos de sus acreedores.

³⁴ Fuente: Alimarket

El grupo Maxima tomo en mi opinión la decisión correcta a la hora de decidir el grupo en el que invertir, dadas las características de empresa que buscaban. El precio además era beneficioso, teniendo en cuenta que pagaron alrededor de 150 millones de euros, por una empresa que venía facturando unos 600 millones anuales. Sin embargo el ejercicio llevado a cabo por Supersol en el 2012 hace pensar que la decisión tomada por Maxima no fue del todo la correcta.

El conocimiento adquirido sobre la transacción, nos hace pensar que buena parte de la decisión de compra, se basaba en expectativas de mejora del sector y el consumo que han terminado siendo mucho más altas que las reales. Esto ha podido suponer un imprevisto para Maxima, que ha visto como la decisión de darle continuidad a la empresa (es decir, evitar despidos incluidos en el equipo directivo) no ha dado resultado, por lo que han tenido que ser mucho más agresivos en 2013 para conseguir mejorar los resultados.

La estructura de la empresa parece también haber supuesto un punto determinante en los resultados de la operación. Es muy común el sobreestimar sinergias o creer que el funcionamiento de la clientela y los proveedores es similar cuando hablamos de sectores parecidos en países relativamente parecidos. Por el contrario esto no siempre es así, y son muchos los casos en los que este tipo de suposiciones juegan en contra del adquirente. Pese a ello, teniendo en cuenta la dilatada experiencia en el sector, la curva de aprendizaje es relativamente corta por lo que en menos de un ejercicio puede llegar a ser suficiente para la adaptación. En este aspecto Supersol también contaba con la ventaja de tener un buen plan estratégico muy completo y cercano a cómo ha ido evolucionando el sector, razón que puede explicar la inmensa mejora recogida en el ejercicio del 2013.

Podemos concluir por lo tanto que aunque Supersol fue capaz de identificar correctamente los drivers de crecimiento para el mercado, por falta de inversión o por lentitud en sus decisiones, se vio muy negativamente afectada durante el 2012. La fecha de la adquisición ha coincidido con un cambio en el mercado que ha generado la necesidad de un cambio logístico pero principalmente de precios al que Supersol no ha sido capaz de adaptarse.

Sin embargo el 2013, ha demostrado que la dilatada experiencia en el sector del grupo Maxima y la mejora macroeconómica abre la puerta a la esperanza si se continúa con la dinámica del año 2013. Por todo esto la reflexión final es que aunque Supersol no parece haber sido una buena inversión a corto plazo, si se consigue consolidar el crecimiento registrado en el último ejercicio, podemos estar hablando de una gran inversión a largo plazo, Hecho que estará directamente relacionado con la capacidad de Supersol a adaptarse a las nuevas necesidades de los consumidores, que parecen ser cada vez más cambiantes.

4.5. Futuras líneas de investigación

El sector de la distribución es un mercado relativamente complejo. Los procesos detrás de cada compañía varían mucho, y las adquisiciones de cadenas de tamaño menor son relativamente comunes. Prueba de ello es que solo en el año 2012 se registraron más de una operación mensual, lo que destaca el aumento en la concentración y la importancia de crecer vía adquisiciones.

Este trabajo ha intentado ser lo más completo posible, sobre todo a la hora de analizar la estrategia seguida por Supersol una vez esta fue adquirida. Sin embargo una vertiente que no se llega a tener en cuenta y que probablemente puede contestar a muchas de las preguntas de por qué la

adquisición no tuvo el éxito que se esperaba, es que han hecho otros operadores de supermercados que han tenido mayor éxito en la compra de cadenas familiares de supermercados. El ejercer un análisis exhaustivo de otras cadenas que llevan a cabo a menudo esta práctica como Lidl o Día daría al menos otro punto de vista acerca de la estrategia, y de si esta estaba tan bien planteada como pensábamos. Precisamente hace menos de una semana, la cadena de supermercados Dia tomo la decisión de adquirir el grupo El Árbol. Esta operación además ha tenido la similitud de que hablamos de dos grupo con severos problemas económicos, por lo que plantear una comparación entre ambas, probablemente ayudaría a obtener mejores conclusiones.

Otro aspecto a tener en cuenta y que no se ha analizado en este trabajo es el de la influencia del internet en el sector de la distribución alimentaria. Buena parte de las ventas se hacen a día de hoy por internet, y precisamente Supersol no lo tiene como una de sus prioridades. Podría ser de mucho interés ejercer un estudio de como el internet ha afectado la evolución en este sector, llevando a cabo previsiones de como Supersol podría incrementar sus ventas si dedicase más recursos a ello.

Por último es también un hecho que la adquisición fue una operación internacional, algo que siempre dificulta que tenga éxito, pese que hablamos de una compañía con mucha experiencia en el sector. Se podría también investigar que otras operaciones parecidas a estas han ocurrido en mercados similares, y si estas han tenido éxito, y si no ha sido así, por qué. De esta forma completaríamos bastante el estudio, y podríamos llegar a una conclusión más clara de porque la compra de Supersol por parte del grupo lituano Maximo no ha obtenido los resultados esperados.

5. Anexo: Figuras y tablas

Tipos de operaciones de M&A

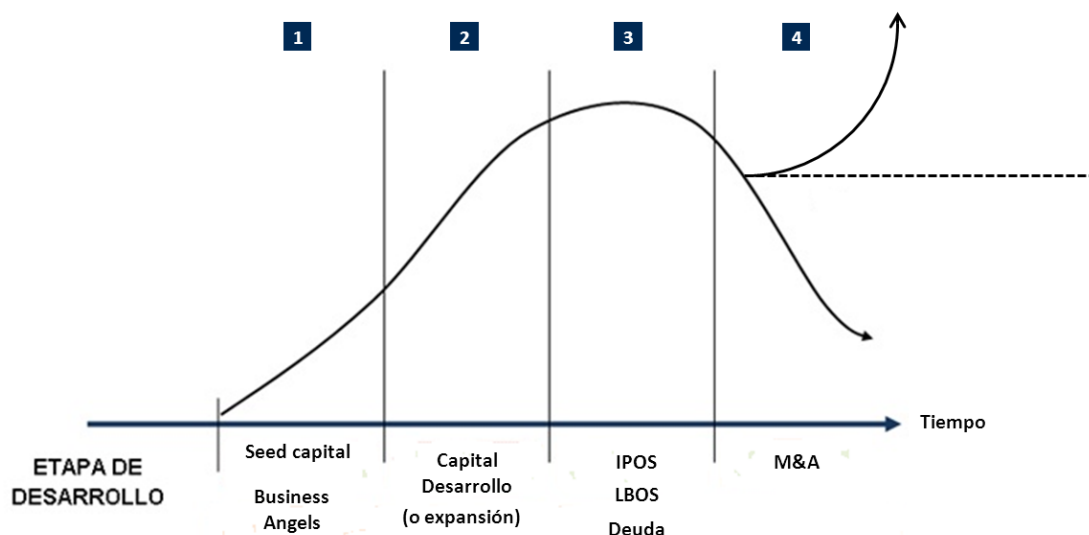


Figura 1: Etapas de desarrollo de la empresa

LBO

Fuentes	€ mm	%	xEBITDA ⁽¹⁾	Usos	€ mm
Equity	25	25,0%	2,1x	Equity Value	80
Mezzanine	12	12,0%	1,0x	Deuda refinanciada	18
Second Lien	6	6,0%	0,5x		
Total Deuda Subordinada	18	18,0%	1,5x	Gastos operación	2
Tramo A	33	33,0%	2,8x		
Tramo B	12	12,0%	1,0x		
Tramo C	12	12,0%	1,0x		
Total Deuda Senior	57	57,0%	4,8x		
Deuda Total de Adquisición	75	75,0%	6,3x		
Total Fuentes al Cierre	100	100,0%	8,3x	Total Usos al Cierre	100
Línea de Capex	20				
Línea Circulante	10				

(1) Asumimos EBITDA de €12 mm

Figura 2³⁵: Estructura y plazos de una operación LB

³⁵ Ejemplo y gráfico obtenido de: Carvajal, Estanislao. "Introducción a las operaciones de LBO." Presentación ICADE. ICADE. Alberto Aguilera 32, Madrid. 19 Dec. 2007. Lecture.

Actor	Factores
Target	<ul style="list-style-type: none"> • Tamaño • Visibilidad de los cash flows • Rentabilidad • Posición competitiva • Activos • Management
Industria	<ul style="list-style-type: none"> • Crecimiento esperado • Dependencia de los ciclos • Competencia
Mercado de sindicación	<ul style="list-style-type: none"> • Tamaño de la operación • Límites “psicológicos” • Apetito de los inversores • Operación en mercado (pipeline) • Momento en el año
Otro	<ul style="list-style-type: none"> • Calidad/prestigio del sponsor • Competencia entre bancos

Figura 5³⁷: Factores adicionales capacidad deuda LBO

Magnitudes Grupo Dinosol

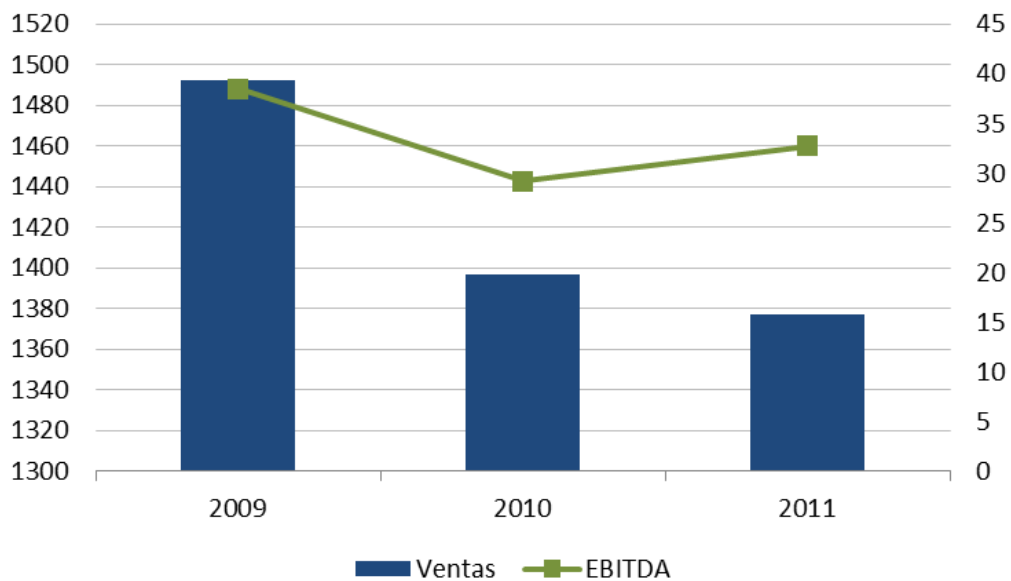


Figura 6: Ventas y EBITDA grupo Dinosol³⁸

³⁷ Adaptado de Carvajal, 2007.

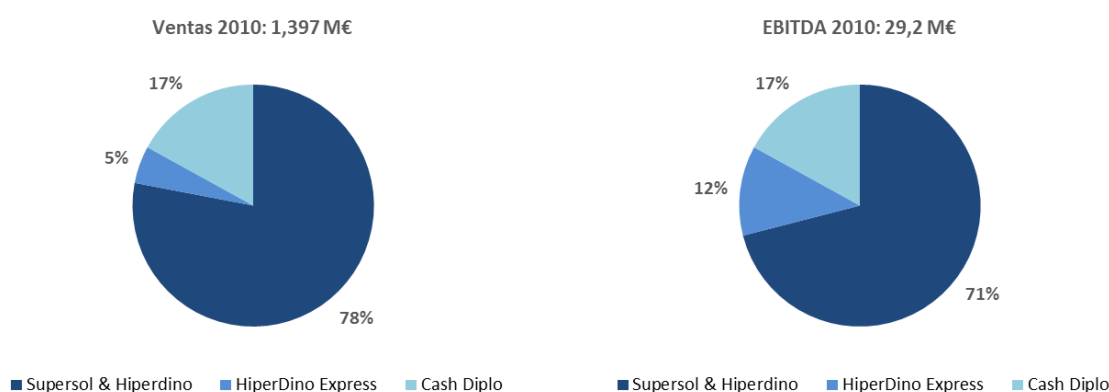


Figura 7: Ventas y EBITDA por división³⁹

Total España	Establecimientos	Tipo	Tamaño medio (m2)
Supersol	211	Supermercado	852
HiperDino	139	Supermercado	1,090
HiperDino Express	55	Tiendas conveniencia	360
Cash Diplo	36	Cash&Carry	1,750
Total	441		

Figura 8: Distribución establecimientos por división⁴⁰

Previsiones económicas Dinosol

M€	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015	CAGR 11e-15e
Ventas	1.687,9	1.492,2	1.397,4	1.376,9	1.414,0	1.460,8	1.504,3	1.543,3	2,90%
% crecimiento	n.d.	(11,6%)	(6,4%)	(1,5%)	2,7%	3,3%	3,0%	2,6%	
Margen bruto	421,4	364,0	351,6	349,6	358,0	369,0	378,9	387,5	2,60%
% margen	25%	24,4%	25,2%	25,4%	25,3%	25,3%	25,2%	25,1%	
EBITDA	67,3	38,5	29,2	32,7	36,0	38,8	41,0	43,2	7,20%
% margen	4,0%	2,6%	2,1%	2,4%	2,5%	2,7%	2,7%	2,8%	

Figura 9: Previsiones económicas caso base⁴¹

³⁸ Fuente: datos de la empresa

³⁹ Fuente: datos de la empresa

⁴⁰ Fuente: datos de la empresa

⁴¹ Fuente: datos de la empresa

M€	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015 CAGR 11e-15e	
Ventas	1.687,9	1.492,2	1.397,4	1.376,9	1.416,2	1.481,9	1.546,4	1.620,3	4,20%
% crecimiento	n.d.	(11,6%)	(6,4%)	(1,5%)	2,9%	4,6%	4,4%	4,8%	
Margen bruto	421,4	364,0	351,6	349,6	358,6	374,8	390,5	408,8	4,00%
% margen	25%	24,4%	25,2%	25,4%	25,4%	25,7%	26,0%	26,5%	
EBITDA	67,3	38,5	29,2	32,7	35,6	43,3	50,9	62,0	17,30%
% margen	4,0%	2,6%	2,1%	2,4%	2,5%	3,0%	3,4%	4,0%	

Figura 10: Previsiones económicas caso CAPEX⁴²

Perfil del grupo Maxima

	Bulgaria	Estonia	Letonia	Lituania	Polonia	Total
Número total de establecimientos	42	70	143	229	22	506
Número total de empleados	948,0	3.912,0	7.565,0	16.323,0	682,0	29.430,0
Clientes diarios	36.000,0	105.000,0	277.000,0	604.000,0	n.d.	1.022.000,0
Ventas (M€)	62,9	381,7	659,8	1.383,8	31,0	2.519,2

Figura 11: Principales magnitudes Grupo Maxima 2012⁴³

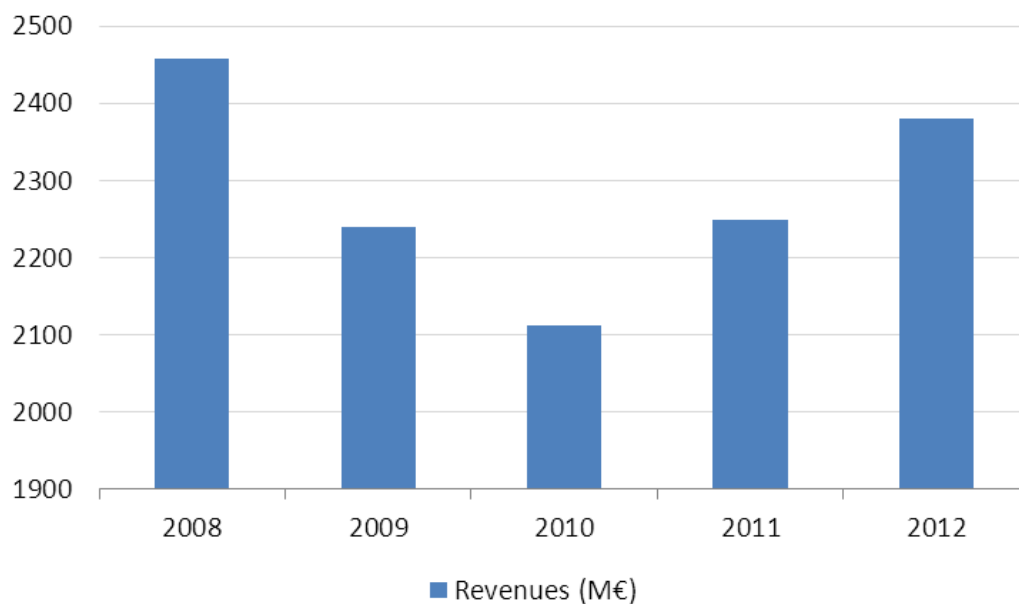


Figura 12: Ventas grupo Maxima 2008-2012⁴⁴

⁴² Fuente: datos de la empresa

⁴³ "Maxima Group." Wikipedia. Wikimedia Foundation, 25 June 2014. Web. 30 June 2014.

<http://en.wikipedia.org/wiki/Maxima_group>

⁴⁴ Fuente: Pagina web grupo Maxima

Motivos para la adquisición de Supersol

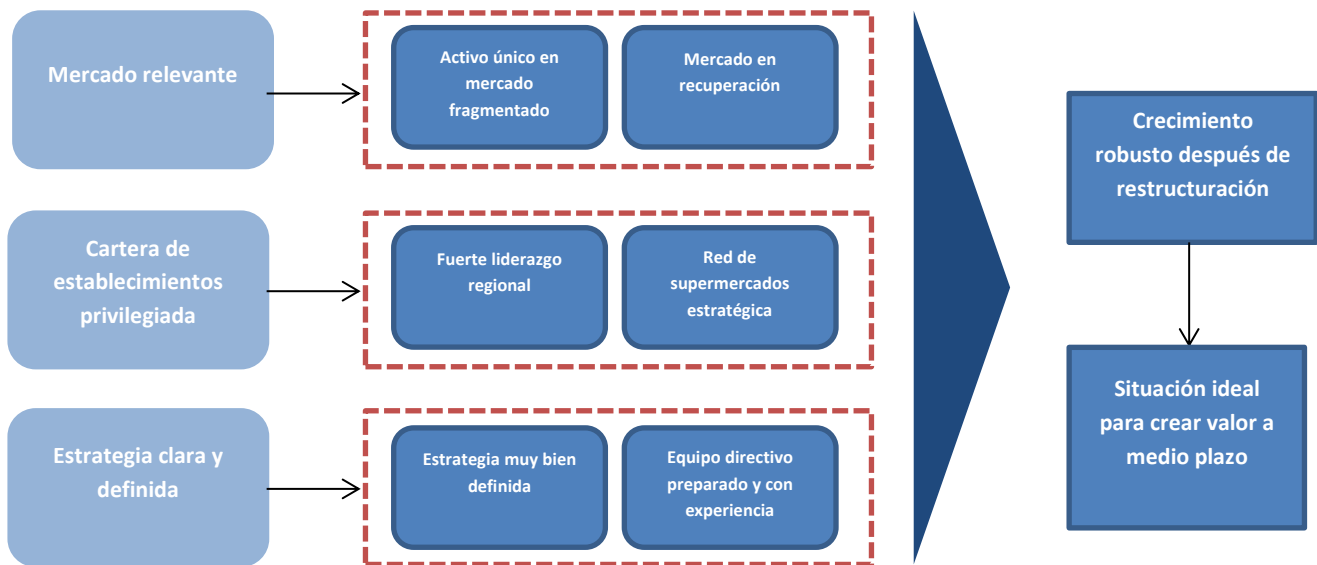


Figura 13: Análisis de la operación de adquisición de Supersol⁴⁵

Análisis del mercado de la distribución alimentaria en Europa

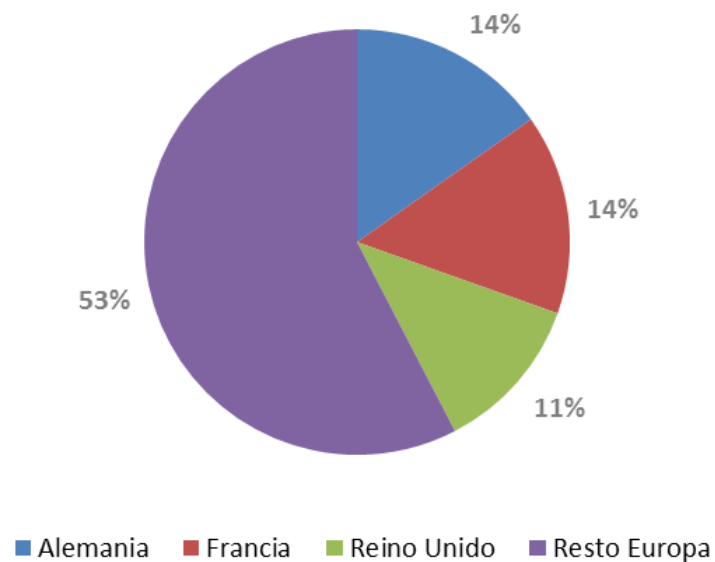


Figura 14: Distribución mercado de la alimentación en Europa en 2010⁴⁶

⁴⁵ Fuente: Elaboración propia

⁴⁶ Fuente: Datamonitor

País	Cuota mercado 5 players principales
Noruega	93%
Finlandia	92%
Suecia	86%
Suiza	84%
Irlanda	84%
Reino Unido	82%
Bélgica	76%
Dinamarca	76%
Austria	73%
Alemania	70%
Francia	68%
Holanda	66%
España	56%
Italia	36%

Figura 15: Cuota de mercado principales players distribución Europa 2010⁴⁷

Análisis del mercado de la distribución alimentaria en España

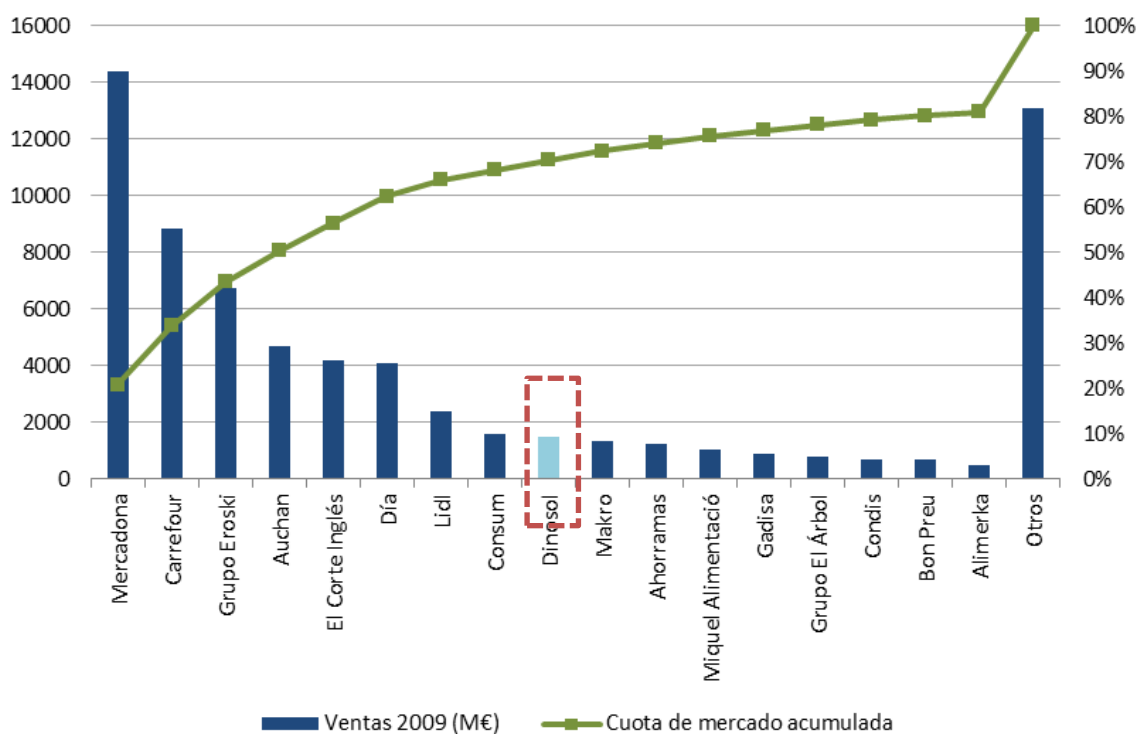


Figura 16: Ventas por cadena de distribución y cuota de mercado acumulada⁴⁸

⁴⁷ Fuente: Nielsen

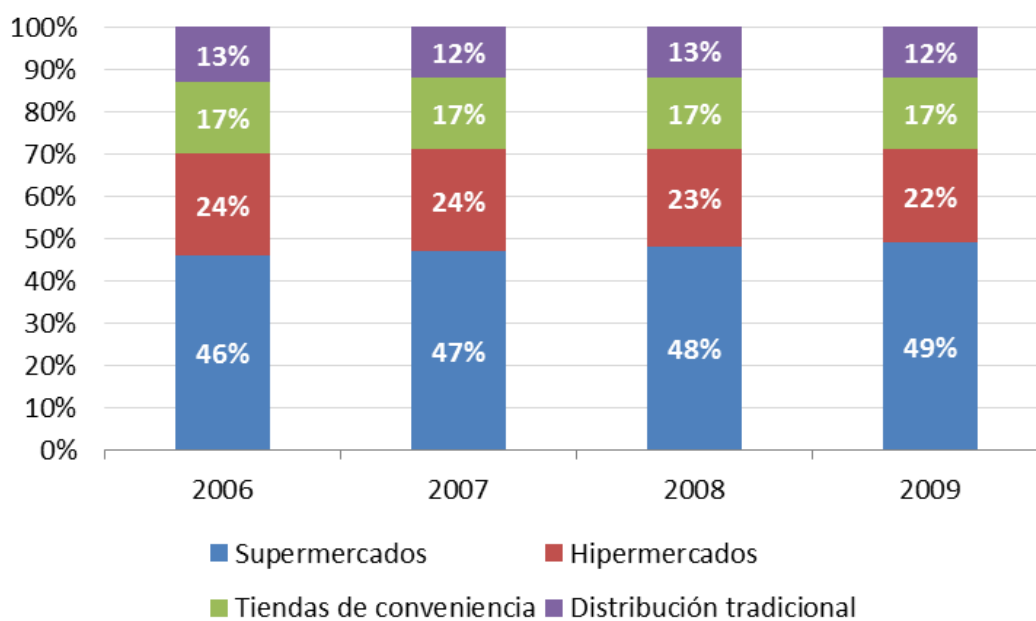


Figura 17: Evolución de la segmentación de distribución en España⁴⁹

Análisis del posicionamiento de Supersol en España

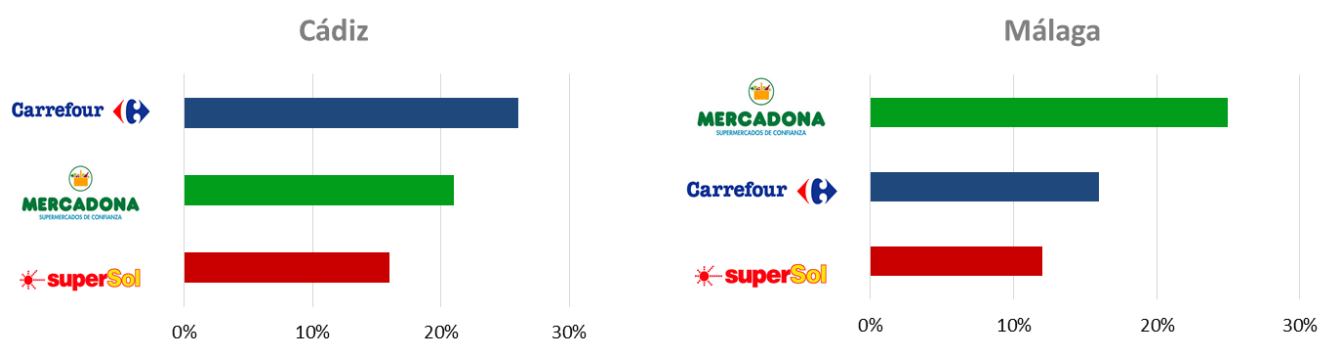


Figura 18: Ventas de Supersol en las provincias de Cádiz y Málaga⁵⁰

⁴⁸ Fuente: Alimarket

⁴⁹ Fuente: TNS Master Panel

⁵⁰ Fuente: Nielsen

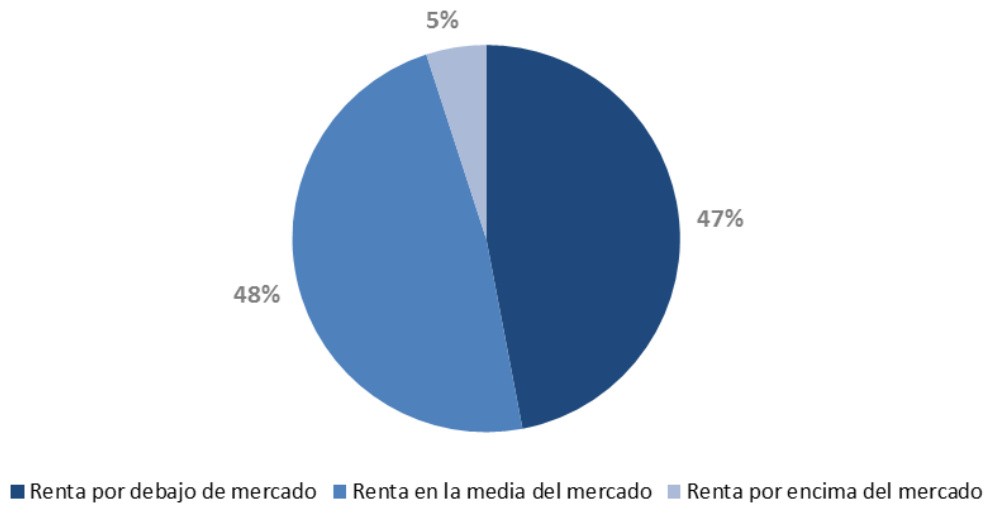


Figura 19: Distribución de la renta por arrendamiento pagada por los establecimientos⁵¹

Análisis de la estrategia a seguir con Supersol

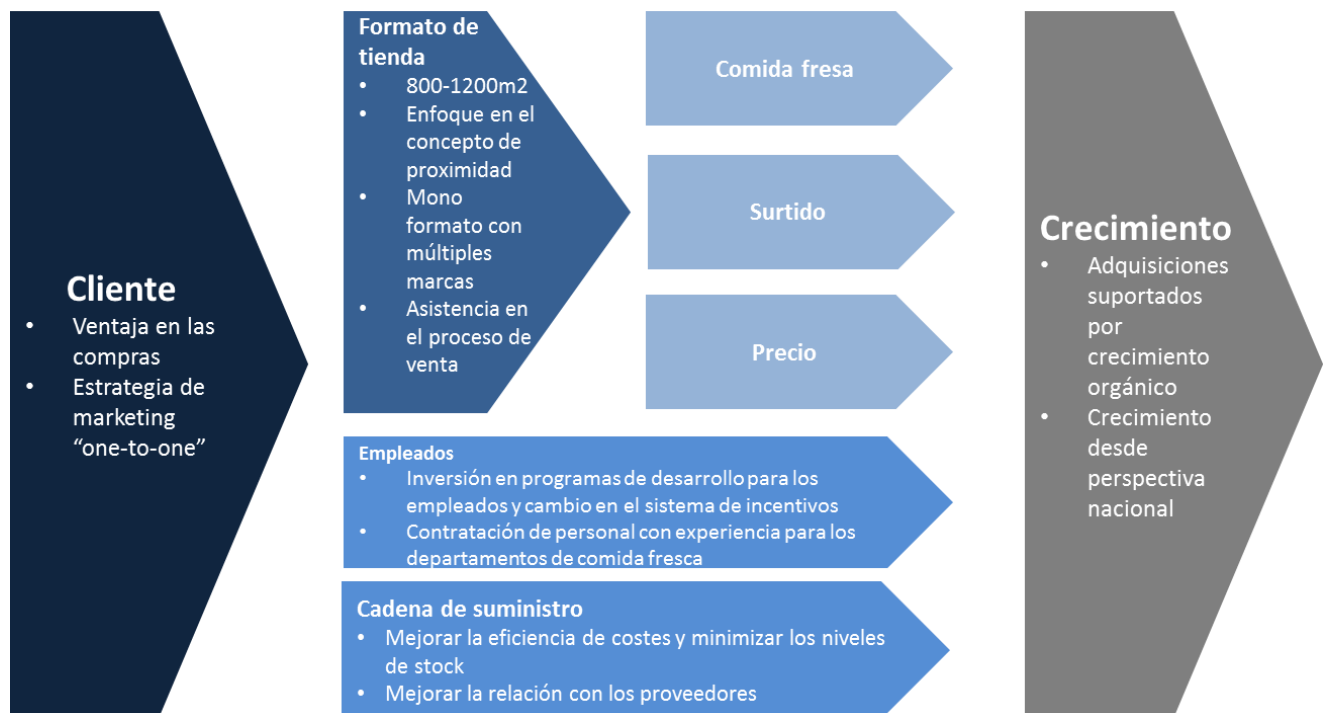


Figura 20: Plan estratégico de Supersol⁵²

⁵¹ Fuente: Estudio PwC

⁵² Fuente: Elaboración propia

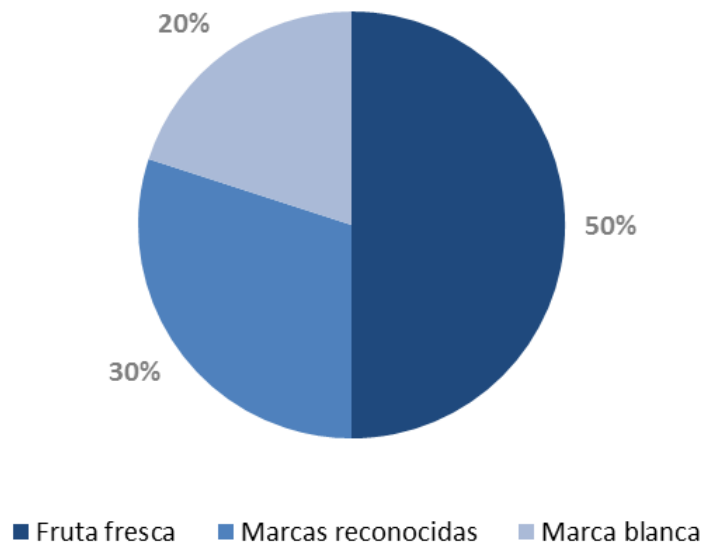


Figura 21: Distribución objetivo a medio plazo⁵³

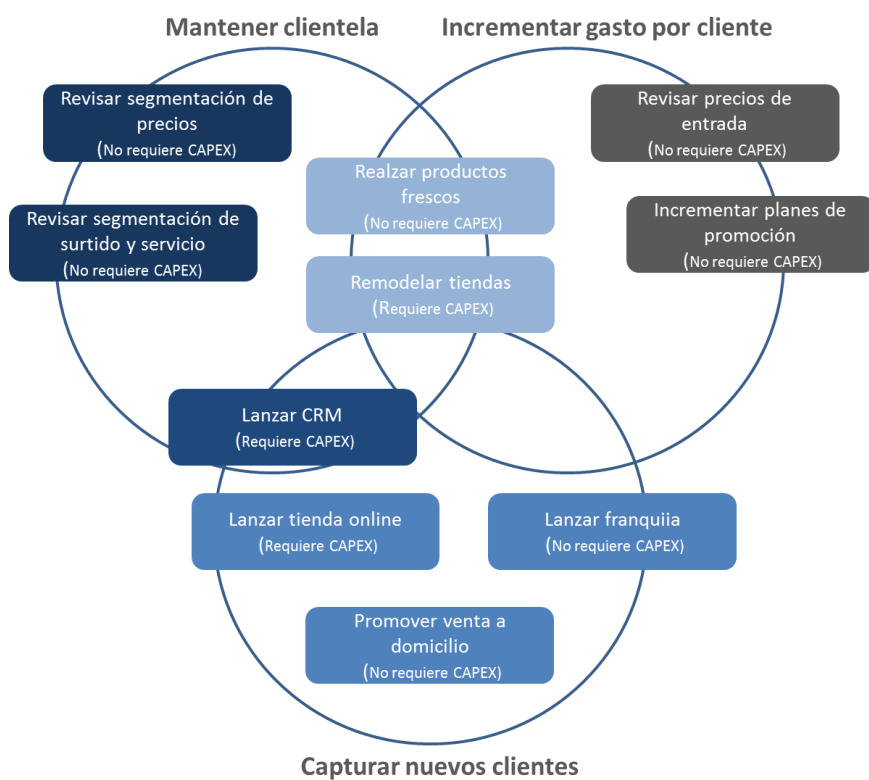


Figura 22: Resumen estrategias crecimiento Supersol⁵⁴

⁵³ Fuente: Información de la empresa

Conclusiones acerca de la idoneidad de la operación

M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ventas	793,8	701,7	657,1	-	422,8	533,8
% crecimiento	n.d.	(11,6%)	(6,4%)	-	(35,7%)	26,2%
EBITDA	31,7	18,1	13,7	-	(31,7)	(17,6)
% margen	4,0%	2,6%	2,1%	-	n.a.	n.a.

Figura 23: Evolución ventas Supersol⁵⁵

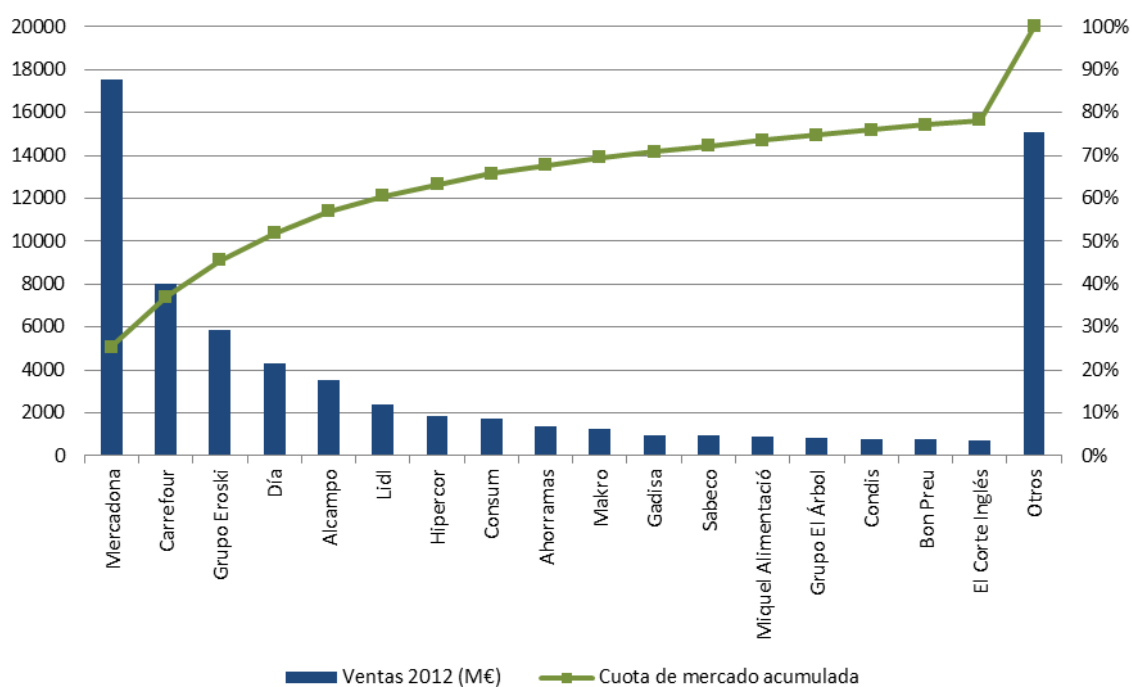


Figura 24: Ventas por cadena de distribución y cuota de mercado acumulada⁵⁶

⁵⁴ Fuente: Elaboración propia

⁵⁵ Fuente: Sabi, Alimarket

⁵⁶ Fuente: Alimarket

6. Bibliografía

- "¿Qué es un MBO?." Cuadernos Norgestión 1 (2013): n. pag. Norgestión. Web. 16 May 2014.
- "5 types of company mergers." Minority business development agency. N.p., n.d. Web. 14 May 2014. <<http://www.mbda.gov/node/1409>>.
- "AHOLD COMPRARÁ SUPERDIPLO POR 207.000 MILLONES DE PESETAS." invertia.com. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://www.invertia.com/noticias/articulo-final.asp?idNoticia=147546>>.
- "Ahold pierde el 63% de su valor en Bolsa tras reconocer que infló beneficios." El País. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <http://elpais.com/diario/2003/02/25/economia>
- "Ahold vende sus tiendas en España al fondo de capital riesgo Permira." Cinco Días. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <http://cincodias.com/cincodias/2004/10/04>
- "Capital Expansión." Wikipedia. N.p., n.d. Web. 13 May 2014. <http://es.wikipedia.org/wiki/Capital_expansi%C3%B3n#cite_ref-1>.
- "Customer relationship management." - Wikipedia. N.p., n.d. Web. 30 June 2014. http://es.wikipedia.org/wiki/Customer_relationship_management
- "Dinosol vende la cadena 'Supersol' al grupo lituano Maxima." Europapress. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://www.europapress.es/economia/noticia-economia-empresas-dinosol-vende-cadena-supersol-grupo-lituano-maxima-20120304200109.html>>.
- "Edición del Domingo 10 de Mayo de 1998." El Periodico. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://archivo.elperiodico.com/ed/19980510>>
- "Fusiones y Adquisiciones." Econoweb Fall 2005: n. pag. Econoweb. Web. 14 May 2014.
- "Getting Started With Angel Investing." Entrepreneur. N.p., n.d. Web. 4 May 2014. <<http://www.entrepreneur.com/article/52742>>.
- "M&A - A beginners guide." Cogent Analytics 1 (2013): 1-19. Umich.edu. Web. 3 Apr. 2014.
- "Maxima Group." Wikipedia. Wikimedia Foundation, 25 June 2014. Web. 30 June 2014. http://en.wikipedia.org/wiki/Maxima_group
- "Mergers and Acquisitions: Introduction | Investopedia." Investopedia. N.p., n.d. Web. 6 Apr. 2014. <<http://www.investopedia.com/university/>>
- "Permira entrega la cadena de supermercados Dinosol a los bancos acreedores -." Cotizalia. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://www.elconfidencial.com/mercados/2011/permira-entrega-cadena-supermercados-dinosol-bancos-20110323-66516.html>>.
- "Principales estrategias de crecimiento de las cadenas hoteleras." Turizmo 1 (2010): n. pag. blogspot. Web. 14 May 2014.
- "Seed Capital Definition | Investopedia." Investopedia. N.p., n.d. Web. 4 June 2014. <http://www.investopedia.com/terms/s/seedcapital.asp>

"Sinergia." - Wikipedia, la enciclopedia libre. N.p., n.d. Web. 24 June 2014. <<http://es.wikipedia.org/wiki/Sinergia>>.

"Un apellido con talento para los negocios." La Provincia. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://www.laprovincia.es/economia/2012/08/05/apellido-talento-negocios/474571.html>>.

"Una firma holandesa negocia comprar los supermercados Cobreros y Dumaya." El País. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<http://elpais.com/diario/1998/09/04/andalucia>>

"Vista Capital y Seur protagonizarán la mayor operación de capital riesgo española." Inversiones. N.p., n.d. Web. 26 June 2014. <<https://www.webcapitalriesgo.com/noticias/ene-mar-2002/300102B1.htm>>.

"ZIMMA Corporate Finance." ZIMMA Corporate Finance. N.p., n.d. Web. 24 June 2014. <<http://zimma.com.mx/adquisicion-de-empresas-y-el-valor-de-las-sinergias/>>.

Alchian, A & Demsetz, H 1972, "Production, information costs and economic organization", American Economic Review, Vol. 62, No.5, pp.777-795.

Aparicio Roqueiro, Carlos L. "Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas." CNMV. N.p., n.d. Web. 13 May 2014. http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_20.pdf

Barsallo, Carlos. "La oferta pública inicial de valores." Seminario de actualización bancaria. CNMV. 31 Jan. 2002. Lecture.

Bradley, M, Desai, A & Kim, EH 1987, "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", Journal of Financial Economics, Vol. 21, pp.3-40.

Carvajal, Estanislao. "Introducción a las operaciones de LBO." Presentación ICADE. ICADE. Alberto Aguilera 32, Madrid. 19 Dec. 2007. Lecture.

Chatterjee, S. "Types of synergy and economic value: the impact of acquisition on merging and rival firms" Strategic management journal. 7.2 (1986): 119-139.

Copeland, TE, Weston, JF & Shastri, K. "Financial theory and corporate policy" Pearson Education (2005)

Enciclopedia Financiera. "Economías de escala." Economías de escala. N.p., n.d. Web. 25 June 2014. <<http://www.encyclopediainanciera.com/definicion-economias-de-escala.html>>.

Enciclopedia financiera. 2014. Definición integración vertical. [ONLINE] Available at: <http://www.encyclopediainanciera.com/definicion-integracion-vertical.html>. [Accessed 14 May 14].

EY. "¿Cómo convertirse en una compañía pública?." EY Corporate Finance. Ernst & Young. Mexico D.F.. 11 May 2011. Lecture.

KPMG. "Global M&A Predictor January 2014." KPMG. N.p., n.d. Web. 4 Jan. 2014. <<http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/MA-predictor/Documents/ma-predictor-jan-2014-ver2.pdf>>.

Lamoreaux, Naomi R.. The great merger movement in American business, 1895-1904. Cambridge [Cambridgeshire: Cambridge University Press, 1988. 1985. Print.

Rivas Montoya, Luz María. "Retos y sinergias de las empresas multinegocios." Multidisciplinary Business Review 6.1 (2013): 12-30. Print.

Rusli, Evelyn M.; Eavis, Peter. 2012. "Facebook Raises \$16 Billion in I.P.O.", New York Times

Schnitzer, M 1996, "Hostile versus friendly takeovers", *Economica*, Vol. 63, No. 249, pp. 37-55

Segura, Raquel. "Distribución: La eficiencia se hace determinante." *Alimarket I* (2013): 1-34. Print.

Seth, A 1990, "Value creation in acquisition: a re-examination in performance issues", *Strategic Management Journal*, Vol.11, No.2, p. 101.

Sudarsanam, S 2003, *Creating value from mergers and acquisitions: the challenges*, FT Prentice Hall, London.

Taulli, Tom. "4 Reasons Companies Go Public | InvestorPlace." InvestorPlace RSS. N.p., n.d. Web. 19 May 2014. <<http://investorplace.com/ipo-playbook/4-reasons-companies-go-public/>>.

Weston, JF, Mitchell, ML & Mulherin JH 2004, "Takeovers, restructuring and corporate governance", 4th Edition, Pearson education.

Wikitel. "Economías de alcance." Wikitel. N.p., n.d. Web. 25 June 2014. <http://wikitel.info/wiki/Econom%C3%ADas_de_alcance>.