



# MBA Part Time Finanzas Corporativas

## Adquisición de Empresas

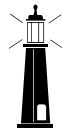
Junio 2016

**PROFESOR**  
A. Vegas



Esta publicación está bajo licencia Creative Commons Reconocimiento, No comercial, Compartir igual, (by-nc-sa). Usted puede usar, copiar y difundir este documento o parte del mismo siempre y cuando se mencione su origen, no se use de forma comercial y no se modifique su licencia. Más información: <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/3.0/>

## INTERPRETACIÓN DE LOS SÍMBOLOS



Orientación. Idea básica



Tema clave



Aclaración



Idea para reflexión. Tema de debate



Resumen

## INDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN Y ESTADÍSTICAS.....</b>	<b>7</b>
<b>1.1. Introducción.....</b>	<b>7</b>
<b>1.2. Estadísticas.....</b>	<b>8</b>
<b>2. ASPECTOS ESTRATÉGICOS DE LA ADQUISICIÓN DE EMPRESAS .....</b>	<b>14</b>
<b>2.1 Las adquisiciones dentro del ciclo de la empresa.....</b>	<b>14</b>
2.1.1. Las adquisiciones en la madurez .....	14
2.1.2. Las adquisiciones en las fases iniciales .....	15
2.1.3. Las adquisiciones en el desarrollo y crecimiento de la empresa.....	16
2.1.4 Otras razones.....	18
2.1.5. Razones Pseudo estratégicas.....	18
<b>2.2. Desinversión y venta de empresas .....</b>	<b>18</b>
<b>2.3. La Estrategia y el Valor para el accionista cómo motores de la actividad de M&amp;A. 20</b>	
<b>3. PROCESO DE UNA ADQUISICIÓN .....</b>	<b>26</b>
<b>3.1. EVALUACIÓN Y CUADERNO DE VENTA .....</b>	<b>26</b>
<b>3. 2. Toma de contacto .....</b>	<b>27</b>
<b>3.3. Negociación y Due Diligence.....</b>	<b>28</b>
3.3.1. LA NEGOCIACIÓN.....	28
3.3.2. LA DUE DILIGENCE .....	31
<b>3.4. Cierre.....</b>	<b>31</b>
<b>3.5. Integración .....</b>	<b>32</b>
<b>4 . OPERACIONES ESPECIALES .....</b>	<b>34</b>
<b>4.1. Oferta Pública de Adquisición .....</b>	<b>34</b>
4.1.1.Oferta Pública de Adquisiciones OPA en España. Anterior RD 432/2003 de 11/04/ 2003) .....	34
4.1.2. Nueva ley de OPAs (RD 1066/2007 de 27-07-2007).....	34
<b>4.2. Adquisiciones amistosas y hostiles. Maniobras defensivas.....</b>	<b>37</b>
<b>4.3. Exclusión de Cotización en Bolsa .....</b>	<b>38</b>

4.4. <i>Desdoblamiento y Agrupación de Acciones</i> .....	38
4.5. <i>La recompra de acciones (Share Buyback)</i> .....	40
<b>5 . CAPITAL RIESGO Y FINANCIACIÓN APALANCADA</b> .....	<b>40</b>
5.1. <i>Funcionamiento del Capital Riesgo</i> .....	40
5.1.1. Formas Legales de las Entidades de Capital Riesgo.....	41
5.1.2. Proceso de gestión .....	41
5.1.3. beneficios de la sociedad gestora.....	42
5.1.4. Business Angels .....	44
5.2. <i>adquisiciones apalancadas</i> .....	45
5.2.1. Terminología.....	45
5.2.2. Proceso de una compra apalancada.....	45
5.3. <i>El Capital Riesgo en el mundo</i> .....	47
<b>6. ÉXITO Y FRACASO DE LAS ADQUISICIONES</b> .....	<b>53</b>
6.1. <i>Causas Externas</i> .....	53
6.2. <i>Razones de tipo estratégico</i> .....	54
6.3. <i>Causas ligadas al proceso de adquisición</i> .....	55
6.4. <i>Razones económicas ligadas a la valoración y a la rentabilidad de la adquisición</i>	56
6.5. <i>Conclusiones</i> .....	57
<b>GLOSARIO DE TÉRMINOS:</b> .....	<b>60</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA BÁSICA DEL DOCUMENTO</b> .....	<b>¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.</b>

## 1. Introducción y Estadísticas

### 1.1. Introducción

A la hora de abordar un tema tan complejo como el de las fusiones y adquisiciones (M&A, del inglés Mergers and Acquisitions) de empresas, debe elegirse desde qué perspectiva hacerlo y establecerse el nivel de profundidad que se quiere alcanzar, puesto que en caso contrario su extensión sería inabarcable en un curso de estas características. En este sentido y teniendo en cuenta que la mayoría de los alumnos receptores de esta información no trabajan en banca de inversión, entidades de capital riesgo o sectores específicamente relacionados con la actividad, este documento se ha orientado a entender los tres aspectos básicos de las operaciones de M&A: qué estrategia las inspira, cómo se realizan y cuáles son las razones del éxito o fracaso de las mismas. Con eso se cubre la parte sustancial del tema, sujeto a ampliación posterior bien mediante formación más especializada, bien siguiendo en los diarios económicos los detalles de las operaciones corporativas que se van produciendo en el día a día.

A pesar de que la crisis financiera hizo disminuir sensiblemente el número de transacciones, las adquisiciones de empresas aún representan una alternativa válida al crecimiento orgánico y, aunque de forma más selectiva, éstas se han seguido llevando a cabo, sobre todo en los sectores de actividad y los países menos afectados por la crisis. A este respecto debe notarse que tanto en épocas de bonanza como de recesión, son las economías más abiertas del mundo, como la americana o la británica, las más activas en cuanto a movimientos corporativos. Mientras que habitualmente estas operaciones se atribuyen a la iniciativa privada, sin embargo no es exclusivo e ella ni mucho menos, y a lo largo de la crisis han sido los propios Estados quienes las utilizado como medio para entrar en el capital de determinadas firmas, de cara a evitar su quiebra.



Precisamente en España, los movimientos de fusiones y adquisiciones de empresas previos a la crisis fueron muy relevantes, propiciados por el escaso nivel de proteccionismo de la economía, una de las más abiertas del mundo. Efectivamente, los esfuerzos liberalizadores a raíz del ingreso de España en la Unión Europea, acentuados a mediados de los años 90 con la finalización del proceso de privatización de las empresas públicas y la creación de marcos regulatorios mucho más amplios, creó en el país el clima necesario para este tipo de operaciones, lo que hizo que en los sucesivos rankings publicados en cuanto a operaciones de M&A, España ocupara un lugar destacado en cuanto a volumen de transacciones, muy por encima de lo que otros parámetros económicos como el PIB pudieran sugerir. Debe notarse

asimismo que la creación de lo que se han dado en llamar “las multinacionales españolas” no hubiera sido posible sin la existencia de un entorno favorable a este tipo de operaciones. Baste decir que más del 80% del total de la inversión exterior española fue realizado durante el período 1995-2007 y, de ella, más de la mitad lo fue a través de las adquisiciones exteriores de las diez mayores empresas españolas en Latinoamérica o Europa. Por tanto, aun cuando se ha producido un retroceso importante en la actividad de fusiones y adquisiciones (M&A) en España, no cabe duda que la actividad recobrará fuerza en cuanto la salida de la crisis se haga más tangible.

## 1.2. Estadísticas

En la literatura académica se asume que los movimientos de fusiones y adquisiciones han seguido olas, bien provocadas por cambios regulatorios (advenimiento del euro, integración energética) o bien por cambios en la visión de los negocios (conglomerados vs segregación, private equity, etc.). El resumen de dichas olas hasta el momento actual podría ser el siguiente:

### Ola # 1: 1895 - 1904

- Fusiones horizontales
- Búsqueda de monopolio

### Ola # 2: 1925 - 1929

- Fusiones de integración vertical
- Fusiones por oligopolio

### Ola # 3: 1965 - 1970

- Creación de conglomerados

### Ola # 4: 1981 - 1987

- Adquisiciones hostiles y operaciones apalancadas

### Ola # 5: 1992 - 2000

- Compradores estratégicos Industrias específicas: banca, farmacéuticas, defensa y tecnología.
- Compras internacionales (Globalización)
- **1998 - 2000** Burbuja tecnológica (TMT)

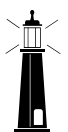
### Ola # 6: 2004 - 2007

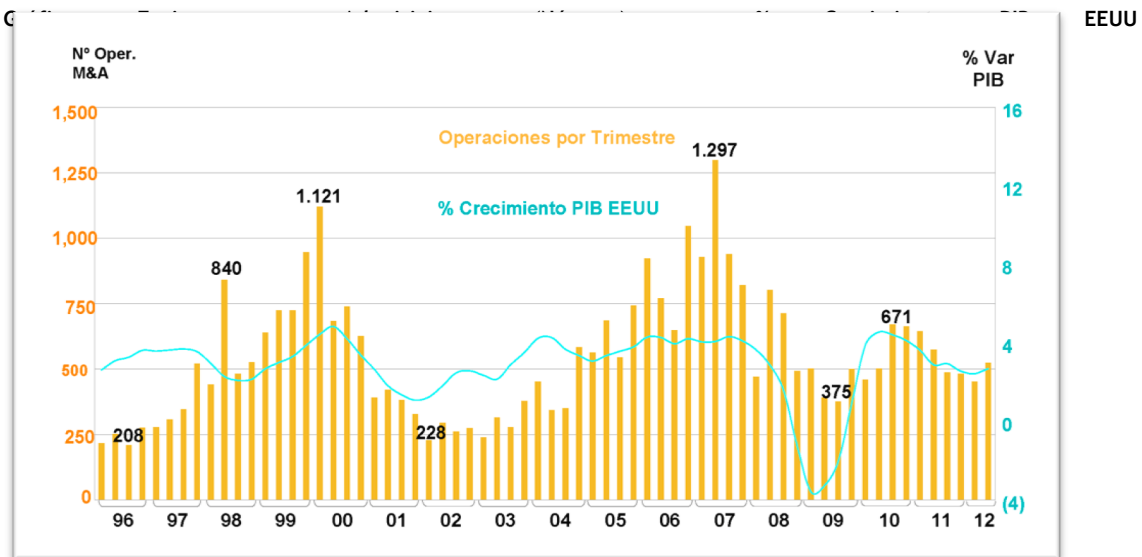
- Facilidades de Crédito. Auge del *Private Equity*
- Crecimiento Internacional.
- Reasignación de activos a países / sectores emergentes.

### Crisis: 2008 - 2013

- Reestructuración. Planes de rescate y situaciones de dificultad.
- *Desapalancamiento*. Adquisiciones “forzadas”

En todos los casos anteriores, las olas han ido generalmente acompañadas por ciclos económicos benignos de la economía. Por consiguiente, el primer dato relevante a considerar es que las fusiones y adquisiciones **son una actividad enteramente cíclica**: se incrementan significativamente en el ciclo expansivo y caen de forma acusada cuando la economía se desacelera o entra en recesión.

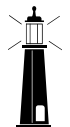




Como bien puede apreciarse en el gráfico, en la segunda parte de la década de los 90 cuando la economía de Estados Unidos crecía a ritmos de entre el 3,5% y el 4,5% anual, se produjo un enorme auge de las operaciones firmas empresas “punto.com”. A raíz de la contracción económica que siguió a los episodios de Nueva York de 2001, la actividad descendió nada menos que un 23%, para remontar de nuevo en el período 2004-2007, esta vez empujada por los bajos tipos de interés, que permitieron tomar deuda en grandes cantidades para realizar operaciones de M&A. Sin embargo, el cambio de ciclo iniciado en 2008 tuvo un impacto muy intenso en la actividad, especialmente en las operaciones apalancadas (endeudadas) que de representar más de un 25% del total en 2007, pasaron a menos de un 10% en el año 2009, debido a la sequía de los mercados de deuda. A partir de ahí, la actividad fue recuperándose paulatinamente, si bien la crisis de la zona Euro provocó que en Europa el volumen de transacciones siguiera cayendo. Así al crecimiento del 7% de 2011 de la actividad mundial de M&A, le siguió otro del 2% en 2012, para de nuevo caer en 2013, de forma que el volumen de operaciones de compraventa de empresas anunciado alcanzó los 2,4 billones de dólares, un 5,8% inferior al volumen del año anterior.

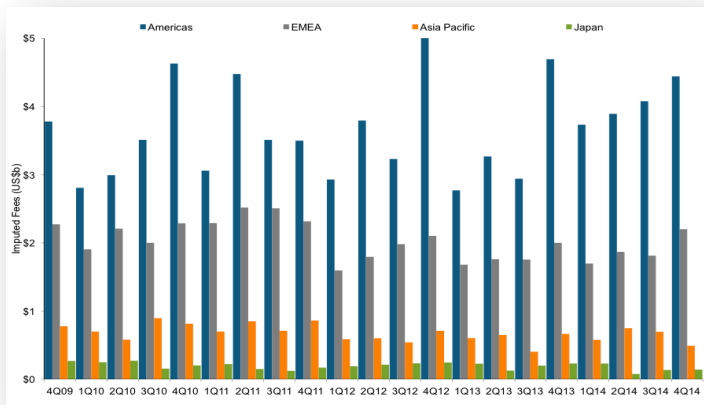
La verdadera recuperación de la actividad a nivel mundial se recupera en 2014 y 2015, cuando prácticamente se duplica, alcanzando los 4,75 billones de dólares en un total de 42.300 operaciones.

Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, es la actividad en Europa (líneas grises) la que más ha sufrido en estos años de crisis, y de representar un volumen similar al de EEUU hace 6-7 años, ha pasado a suponer prácticamente la mitad. Esto hace que el Viejo Continente haya perdido peso en M&A, de forma que de representar un 35-40% del total mundial ha pasado a suponer únicamente el 25% en 2015. En esta distribución, llama poderosamente la atención el caso de Japón, la tercera mayor economía del mundo, con un valor de compras inferior a los



grandes países de Europa, debido a su peculiar cultura empresarial, nada proclive a este tipo de operaciones. En cuanto a los países emergentes, que vivieron su particular boom durante la crisis de los desarrollados, a excepción de China que sigue creciendo vertiginosamente, la actividad se ha mantenido plana, una vez se dio el salto en 2008, por cuanto algunos de estos países como Brasil y Rusia entraron en recesión en 2015.

Volumen de Operaciones de M&A (2009-2014). Fuente Thomsonreuters.

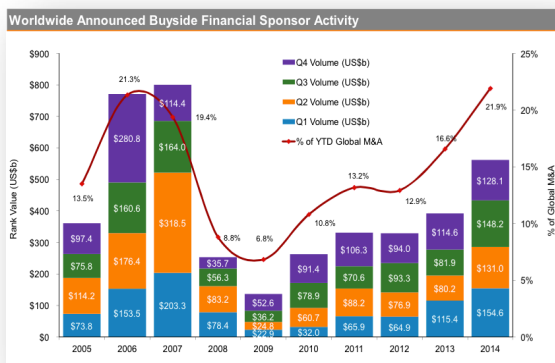


Fuente: Thomson Reuters

Otro indicador de la actividad relacionado con el ciclo económico fue el incremento de las operaciones hostiles, que siguió incrementándose en 2015 (Ver artículo al final). Por lo general, una operación hostil lleva consigo el pago de una prima de precio superior a

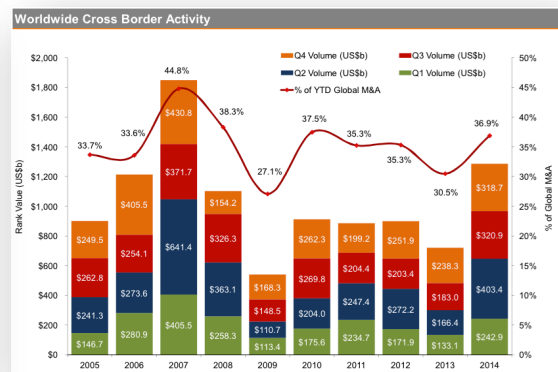
la de una operación amistosa, lo que es indicativo de disponibilidad de fondos o endeudamiento para hacerlo, algo que es imposible en episodios crediticios adversos como el pasado. Parece ser que la expansión monetaria en EEUU, más que a inversión productiva (que crea puestos de trabajo) se está dedicando más a operaciones corporativas, sobre todo recompra de las propias acciones, de la que se hablará más tarde, y operaciones de adquisición de empresas, ambas propulsoras de las cotizaciones bursátiles.

**Operaciones Transnacionales (% Total)**



Fuente: Thomson Reuters

**Operaciones Apalancadas (% Total)**

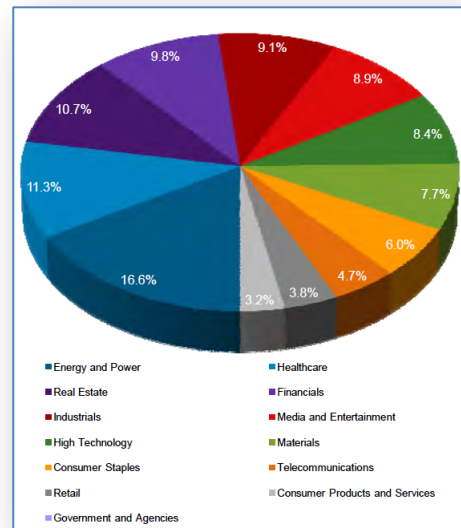


Otra de las características de la ola de adquisiciones ivida en la última década es la diversidad geográfica en empresas compradoras y adquiridas. En una de cada cinco operaciones realizadas en 2014, adquirente



y firma objetivo eran de países diferentes. Este incremento de operaciones transnacionales debido a la creciente globalización no ha dejado de crecer desde comienzos de este siglo, interrumpido bruscamente por la crisis económica pero de nuevo al alza a la salida de la misma. En cuanto a las operaciones apalancadas, aquellas protagonizadas por firmas de Private Equity (de las que se habla más tarde) que utilizan fuertes volúmenes de deuda para

Scorecard: Worldwide Announced M&A					
Target Region/Nation	1/1/2014 - 12/31/2014		1/1/2013 - 12/31/2013		% Change in Rank Value
	Rank Val US\$m	No. Deals	Rank Val US\$m	No. Deals	
<b>Worldwide</b>	<b>3,485,270.7</b>	<b>40,462</b>	<b>2,364,416.0</b>	<b>38,038</b>	<b>47.4 ▲</b>
<b>Americas</b>	<b>1,759,458.9</b>	<b>12,783</b>	<b>1,197,547.0</b>	<b>12,249</b>	<b>47.8 ▲</b>
Caribbean	19,143.8	130	6,325.7	92	202.6 ▲
Central America	16,390.4	251	23,450.4	279	-30.1 ▼
Mexico	14,278.8	198	18,672.4	214	-23.5 ▼
North America	1,640,906.9	11,472	1,092,565.3	10,754	50.2 ▲
United States	1,530,081.7	9,802	1,010,313.0	9,069	51.4 ▲
Canada	110,825.1	1,670	82,252.3	1,685	34.7 ▲
South America	93,017.9	930	75,204.7	1,124	23.7 ▲
Brazil	49,346.9	498	49,796.2	570	-0.9 ▼
Chile	18,813.0	120	8,104.6	152	132.1 ▲
<b>Africa/Middle East</b>	<b>64,931.0</b>	<b>1,286</b>	<b>78,117.6</b>	<b>1,107</b>	<b>-16.9 ▼</b>
Middle East	21,797.9	438	22,200.1	460	-1.8 ▼
North Africa	6,479.8	141	12,488.9	107	-48.1 ▼
Sub-Saharan Africa	27,980.5	643	28,849.4	478	-3.0 ▼
<b>Europe</b>	<b>869,777.1</b>	<b>13,523</b>	<b>561,575.4</b>	<b>13,118</b>	<b>54.9 ▲</b>
Eastern Europe	48,941.9	3,088	105,169.6	3,390	-53.5 ▼
Western Europe	820,835.2	10,435	456,405.9	9,728	79.8 ▲
United Kingdom	177,115.7	2,423	94,309.6	2,213	87.8 ▲
France	165,464.1	2,040	48,811.1	1,529	239.0 ▲
Germany	73,213.6	1,516	93,406.0	1,410	-21.6 ▼
<b>Asia-Pacific</b>	<b>716,182.2</b>	<b>10,755</b>	<b>449,380.3</b>	<b>9,439</b>	<b>59.4 ▲</b>
Australasia	90,950.6	1,460	82,274.5	1,529	10.5 ▲
Australia	81,180.3	1,229	75,759.7	1,336	7.2 ▲
New Zealand	4,912.5	202	3,250.9	175	51.1 ▲
South East Asia	87,180.2	1,828	60,580.1	1,745	43.9 ▲
Singapore	35,698.3	450	12,462.4	368	186.4 ▲
Malaysia	30,141.6	510	13,597.5	526	121.7 ▲
North Asia	507,738.9	6,435	285,278.2	5,239	78.0 ▲
China	390,411.8	4,520	207,005.4	3,565	88.6 ▲
South Korea	64,999.1	1,095	41,920.3	1,058	55.1 ▲
South Asia	30,312.5	1,032	21,247.5	926	42.7 ▲
Central Asia	8,672.8	64	14,579.2	62	-40.5 ▼
Japan	64,921.5	2,115	77,795.6	2,125	-16.5 ▼



realizar la adquisición, han vuelto a repuntar año a año hasta suponer en 2015 un 18% del total, si bien por debajo de los niveles record de 2007 donde llegaron a representar prácticamente una cuarta parte de todas las peraciones.

Por sectores de actividad, en 2015 de nuevo los sectores energético y farmacéutico, a los que se le unió el inmobiliario (creciendo sobre todo en Reino Unido y EEUU) fueron los más activos, siguiéndole de cerca el financiero con los últimos movimientos de reestructuración de la banca. En general, puede afirmarse que las oleadas de fusiones y adquisiciones son más intensas en aquellas empresas sometidas a movimientos sectoriales, bien por cambios en la regulación como en el caso de las compañías aéreas o el sector energético, bien por procesos de concentración, como en el caso del sector farmacéutico, bancario o de telecomunicaciones. Dentro de los primeros estarían entre otras las fusiones de KLM- Air France o Iberia- British Airways en el sector aéreo, así como las de Iberdrola-Scottish Power, Enel-Endesa o GDF Suez - International Power en el sector eléctrico. Entre las adquisiciones dentro del sector farmacéutico destacan las compras de empresas biotecnológicas como empresas de mayor crecimiento, tal es el caso reciente de la adquisición de Genzyme (la firma pionera de la biotecnología en los años 70) por parte de la francesa Sanofi. Igualmente

en el sector, la oferta fallida hace un par de años de la americana Pfizer sobre la británica Astra Zeneca en lo que hubiera supuesto la mayor operación del mundo en el sector.

Como ya se ha apuntado, una característica común a las estadísticas geográficas de las operaciones de M&A en los años de bonanza fue la aparición de España como uno de los países de Europa de mayor actividad, bien en el sentido de ser una empresa española la adquirente o por el contrario ser la firma objetivo de una empresa extranjera. Pueden existir diversas interpretaciones a este hecho, pero sin duda una de las más realistas es el marco regulatorio favorable a este tipo de operaciones, donde por lo general existe un respeto hacia la decisión soberana de las compañías privadas sin interferencias significativas por parte del Estado, muy diferente a la actitud de Francia o Italia. La crisis vivida, mucho más aguda en la periferia que en el centro del Continente, ha hecho que lógicamente haya desaparecido de los rankings de operaciones.

La actividad de M&A en España en 2015 continuó con la tendencia ascendente iniciada en 2014 gracias a una mejor coyuntura económica, el aumento de la inversión realizada por fondos extranjeros y una mejor situación financiera de las empresas tras los ajustes realizados en los años anteriores. Así pues, el número de operaciones, según Bloomberg, aumentó un 28,3% durante 2015, con un total de 585, y el volumen de inversión en España por parte de inversores extranjeros y nacionales se incrementó un 19,8% respecto al año anterior, situándose en 88.200 millones de euros.



#### Mayores Operaciones en España (2010-2015)

AÑO	COMPAÑÍA OBJETIVO	VENDEDOR	COMPRADOR	M Euros
2011	Cepsa	Accionistas Particulares, Total	IPIC	3.966
2011	Bank Zachodni	Accionistas Particulares, AIB Group	Banco Santander	4.139
2011	British Airways, Iberia	FUSIÓN		3.700
2012	Atento	Telefónica	Bain Capital	1.051
2012	Bankia (fusión Caja Madrid y Bancaja),	-	Fondo de Reestructuración	4.456
2012	Banco Pastor	-	Banco Popular	1.362
2013	Luton Airport	Abertis	AENA	518
2013	Inversis Banco	Varios	Banca March	194
2013	Hispasat	Instituto Nacional de Técnica	Abertis Telecom	173
2013	Vueling	Accionistas Particulares	IAG	124
2014	Jazztel	Accionistas	Orange	3.400
2014	ONO	Accionistas	Vodafone	7.200
2014	Talisman Energy	Accionista	Repsol	10.400

Debe notarse, que tanto en España como en el mundo, solo 1/3 del total de las operaciones de M&A (generalmente las de mayor volumen) cuentan con banco de inversión, mientras que el resto se realizaron directamente entre comprador y vendedor.

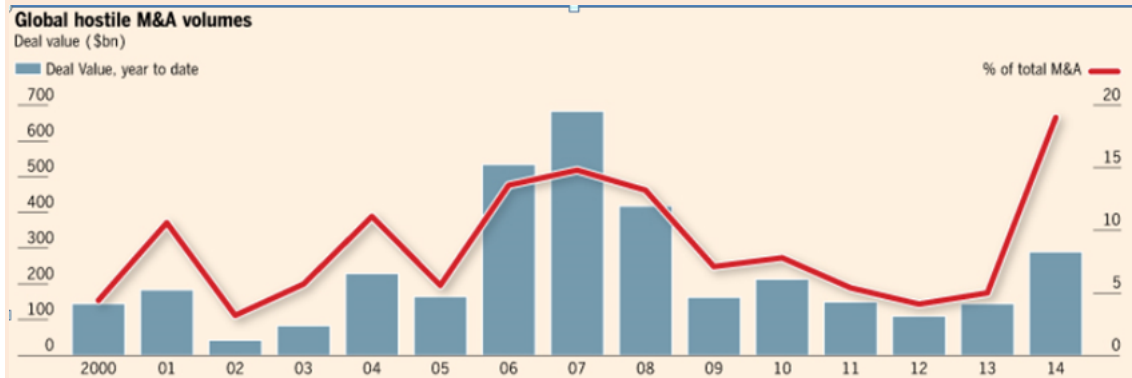
La carencia de grandes bancos de inversión en España, hace que sean extranjeros quienes encabezan el ranking en cuanto a valor de las operaciones, algo que no sucede en el caso de los despachos legales, donde son los españoles quienes dominan la clasificación.

## Las operaciones Hostiles alcanzan su récord en 14 años

Financial Times 04-06-2014

Las operaciones hostiles vuelven a suponer la mayor proporción del total en los últimos 14 años, a medida que una renovada confianza hace que las firmas objetivo se resistan a ser adquiridas y pidan un precio mayor. El regreso de las “operaciones record” protagonizado por alguna de las mayores corporaciones mundiales, como el caso de Pfizer, hace que el volumen de operaciones no solicitadas se haya incrementado, si bien el número permanece por debajo de otros años. Hasta la fecha, se han contabilizado 25 operaciones hostiles por un valor total de 290 MM \$. Eso supone cerca del 19% de la actividad de M&A mundial en 2014, que es el mayor porcentaje desde 2000.

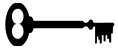
El salto se produce a medida que el optimismo de las compañías crece y buscan operaciones de compra como medio de crecer sus negocios, en lugar de otros movimientos más conservadores como la recompra de sus propias acciones o el pago de dividendos. Bill Anderson, jefe de Goldman Sachs deensa, afirma que las operaciones hostiles pinchan típicamente al principio y al final de los periodos de actividad sostenida de M&A, cuando las empresas tienen prisa por cerrar operaciones. “Los factores para una ola como ésta han estado ahí por un cierto tiempo: crédito barato, gran disponibilidad de tesorería en las empresas y una mejora de las perspectivas económicas; pero ahora los mercados están presionando para que se hagan adquisiciones, y premian a aquellas compañías que las hacen”.



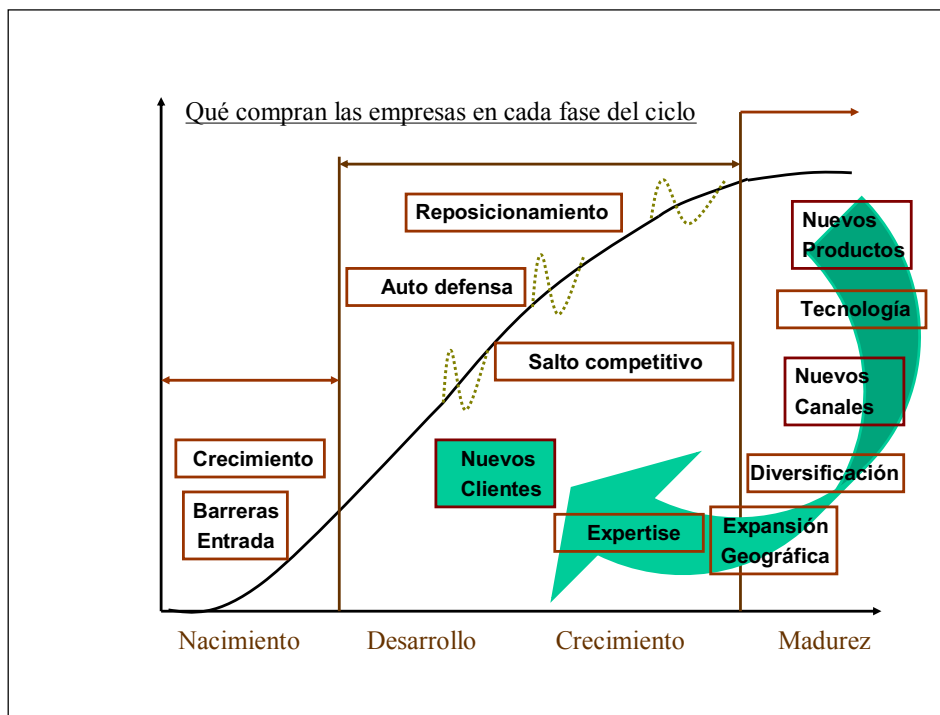
Sin embargo, muchas operaciones hostiles lanzadas este año, puesto que la propia confianza en la economía, hace que también las firmas objetivo quieran permanecer independientes y busquen mayores primas de los supuestos compradores. La mayor de estas operaciones, la de Pfizer sobre AstraZeneca hubiera supuesto un valor de 123 MM\$. Mientras tanto, la OPA de Charter Comunnications de su rival Time Warner Cable fracasó al acordar esta última una toma amistosa por parte de Comcast por valor de 42,5 MM\$. La última operación pendiente es la del grupo de biotecnología Valean junto al inversor activista Bill Ackman para adquirir por 62,6 MM \$ Allergan, el fabricante de Botox, que hasta el momento se ha resistido a la compra.

## 2. ASPECTOS ESTRATÉGICOS DE LA ADQUISICIÓN DE EMPRESAS

### 2.1 Las adquisiciones dentro del ciclo de la empresa

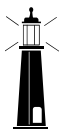


Para que tenga sentido, la adquisición de empresas debe tener una perspectiva estratégica y estar ubicada dentro de los planes de negocio de la entidad que la realiza. Un movimiento corporativo así sólo puede entenderse cuando responde a una estrategia clara y bien definida, en la que de antemano se han planteado todas las alternativas posibles, y donde se ha concluido que una adquisición o una venta son preferibles a otras opciones existentes, como puede ser el propio crecimiento orgánico. La pregunta es: ¿Por qué una empresa se decide a adquirir otra en un momento determinado? Y si bien tiene múltiples respuestas, una forma de darlas ordenadamente es atender al grado de maduración de la propia compañía que adquiere. En función de ello, tal como se indica en el gráfico, diferenciamos empresas en estadio inicial, en fase de desarrollo, en crecimiento o ya en la madurez. Comenzaremos por estas últimas.



#### 2.1.1. Las adquisiciones en la madurez

El mayor problema de las empresas que operan en sectores maduros es el ritmo de crecimiento de los beneficios. En esta fase, el crecimiento de las ventas es limitado, los competidores están bien asentados en el mercado y la tarta del mercado es limitada, por lo que no se puede crecer si no es robando cuota de mercado al contrario, generalmente a costa de una erosión de márgenes. Ello repercute en la última línea de la cuenta de resultados, puesto que en un contexto de fuerte presión sobre ventas y márgenes, sólo queda un recorte de costes para lograr crear valor para el accionista. Por esta razón, muchas empresas en este estadio se deciden a realizar adquisiciones que les aporten ventajas tales como:



Consolidación en los mercados propios o globales (Constructoras como Sacyr, ACS o FCC, firmas contables como PwC, sectores de gran consumo como Allied Domecq/Rémy Cointreau o Procter/Gillette,), que incrementan la masa crítica y producen sinergias de costes.

Acceso a Mercados emergentes (JVs en India, China, adquisiciones en Latinoamérica) o en mercados menos maduros (Altadis en Europa Este y Marruecos).

Reducción de costes por sinergias, muy habituales en los bancos españoles que exportan su plataforma informática con la que reducen costes ( Santander / Abbey, BBVA/Bancomer).

Productos de mayor crecimiento. Reposicionamiento de la cartera de productos introduciendo otros en fase de crecimiento (Ebro / Panzani) (Kraft / Cadbury)

Nuevos Canales. Se adquiere una empresa que tenga una tecnología determinada que permita acceder de distinta forma a los clientes (E-Banking, E-Travel).

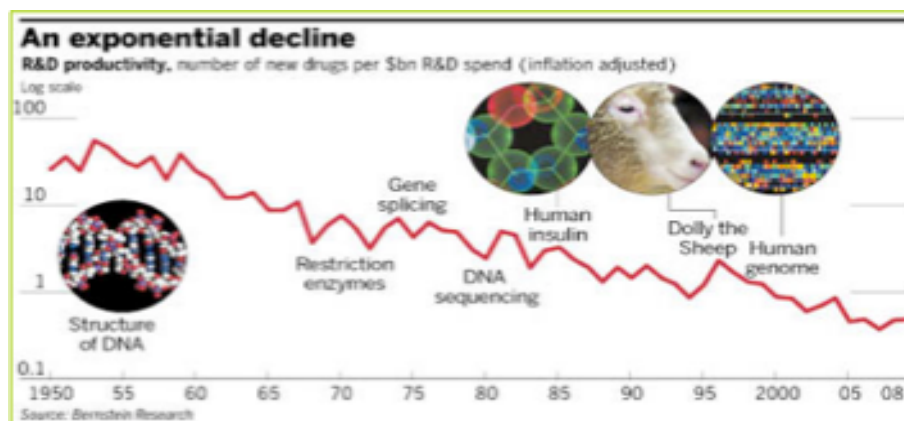
Nuevas Tecnologías /Expertise, a los que se puede acceder a través de una adquisición y ser un competidor de referencia en determinados segmentos en los que no se estaba anteriormente (Adquisiciones de Apple para desarrollo de iPod y iPhone).

Diversificación (Eléctricas/Móviles, Preussag/TUI, Vivendi/Universal, Acciona/Transmed).

### 2.1.2. Las adquisiciones en las fases iniciales

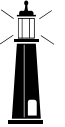
Aunque parezca sorprendente muchas empresas adquieren otras cuando aún ellas mismas están en una fase inicial, y esto sucede por diversos motivos, siendo los más comunes, la rápida expansión geográfica y la creación de barreras de entrada más fuertes que marquen una “distancia competitiva” con el resto de seguidores:

- Expansión geográfica. Es el caso de las empresas de Internet en los años 1999-2000, donde las adquisiciones se sucedían de cara a globalizarse rápidamente (Terra/Lycos, Wanadoo/EresMas..)
- Establecer barreras tecnológicas de entrada, tomando distancia sobre los competidores en el mismo campo (En los años 1999-2000 Cisco Systems adquiría una pequeña empresa tecnológica por mes de promedio). (Ver artículo sobre Apple)
- Eficiencia en I+D. Los enormes presupuestos de I+D de las grandes corporaciones de la industria farmacéutica y tecnológica hace que estas firmas estén en continua búsqueda de pequeñas empresas que aporten valor a alguno de sus desarrollos. Es el caso de las farmacéuticas con las biotecnológicas y de éstas con empresas más pequeñas del mismo sector. Como puede apreciarse en el gráfico, el gasto en I+D de la industria para obtener un nuevo fármaco se ha multiplicado por 10 en los últimos 60 años, resultando que actualmente para llegar a poner en el mercado una nueva droga se gasta de promedio más de 1.000 M US\$. Baste recordar que el gasto en I+D de una farmacéutica como Pfizer superó los 7.800 M de US\$.



### 2.1.3. Las adquisiciones en el desarrollo y crecimiento de la empresa

Durante la fase de expansión la línea de crecimiento no es constante. La consolidación que se da en ciertos sectores así como la entrada de nuevos competidores y tecnologías obliga a reposicionamientos estratégicos, que en muchas ocasiones implican operaciones de M&A. En este sentido, tanto estrategias inmovilistas como movimientos agresivos a destiempo corren riesgo de fracasar. Ante estos cambios, se trata de llevar el ritmo adecuado y estar en el lugar oportuno en el momento adecuado (*In the right place at the right time*).



Entre las estrategias inmovilistas se puede poner como ejemplos:

- La cámara digital deja obsoleta a la convencional (Kodak)
- El videojuego ataca a los juguetes tradicionales (Mattel, Lego)
- Los móviles de tipo concha se imponen a los clásicos (Nokia)
- Las líneas aéreas frente a los competidores de bajo coste.

La tardía reacción de estas empresas ante los cambios que se estaban sucediendo en sus sectores hizo que algunas sufrieran caídas espectaculares en sus negocios como es el caso de las líneas aéreas tradicionales o de la empresa Kodak (ver gráfico sobre el hundimiento de su cotización), mientras que en otros, como es el caso de Nokia, sufrieran pérdidas temporales de cuota de mercado por no abrazar variantes tecnológicas en boga durante cierto tiempo, como fueron los móviles de concha.



La adquisición a tiempo de una empresa con la nueva tecnología o con la nueva forma de operar hubiera evitado que muchas de estas empresas se descolgaran de ciertos mercados y mantuvieran el liderazgo anterior. Algunas, como las líneas aéreas, aunque muy tarde, se dieron cuenta de la irreversibilidad del movimiento y adquirieron o pusieron en marcha filiales de bajo coste (Lufthansa/Germanwings, Iberia/Vueling)

En otras ocasiones, una estrategia demasiado anticipada o a destiempo provoca asimismo un efecto pernicioso, por cuanto las ventajas de la posible adquisición no se materializan pronto, lo que lleva a una travesía del desierto que en ocasiones concluye de forma caótica, como fue el caso de la adquisición de la compañía informática NCR por parte de AT&T en 1991, que fue necesario deshacer en 1996 por la falta de integración y de beneficios tangibles de la fusión.

Ejemplos de estrategias a destiempo:

- La informática y las telecomunicaciones irán juntas (AT&T -1991)
- Seremos líderes mundiales de PCs (HP - 2001)
- Haremos de Internet el centro de vida de la gente (AOL - 2000)



Aparte del caso AT&T/NCR descrito, HP sufrió significativamente con la adquisición de Compaq, cuando la mayoría de fabricantes de informática se estaba deshaciendo de sus divisiones de ordenadores personales, bien vendiéndolas (como IBM a Lenovo) o realizando outsourcing de las mismas. Igualmente, y si bien Internet se ha convertido en una vía indiscutible de contenidos, sin embargo lo está haciendo progresivamente, y no de forma inmediata como preveía el presidente de AOL Steve Case (Leer artículo al final del Tema).

Un caso singular de cambio de estrategia fue la revolución que se produjo en el sector informático durante la última década del siglo pasado, y cómo un sector en crecimiento se transformó estratégicamente de una visión vertical a otra completamente horizontal, convirtiendo en líderes a empresas de pequeño tamaño y en segundones a empresas que eran referencia del sector.

A finales de la década de los 80, los competidores dentro del área de informática, se afanaban en ofrecer a los clientes una gama de productos y servicios lo más amplia posible, basada en sistemas operativos propietarios (no abiertos), que les reportaban pingües beneficios. Las grandes empresas suministraban hardware, software y servicios a sus clientes, y dada la particularidad de cada sistema, éstos no tenían prácticamente posibilidad de cambiar de suministrador salvo que estuvieran dispuestos a perder toda la inversión realizada hasta ahora en el sistema propietario de la marca actual. Basados en estas condiciones, los márgenes de los fabricantes eran holgados, puesto que la posibilidad de perder un cliente con la competencia era remota y los “*upgrades*”, repuestos, etc., eran vendidos a precios exorbitantes. Únicamente en el caso de competir por nuevos sistemas o nuevos clientes se producía una pugna económica de cara a “*entrar en el cliente*”; sin embargo, una vez capturado, éste quedaba de nuevo forzado a continuar con el fabricante sin posibilidad real de escapatoria desde el punto de vista económico.



Fue por entonces cuando comenzaron a proliferar pequeñas empresas que entendieron que aquella situación no podría prolongarse en el tiempo y se apresuraron a crear estándares (microchips, sistemas operativos, software de aplicación) con el ánimo de ser líderes en su segmento de producto, una vez el mercado hubiera adoptado dicho estándar. Así se iniciaron empresas como Microsoft, Sun Microsystems, Cisco, Intel, y otras como Compaq, Dell o Apple, éstas especialistas únicamente en ordenadores personales, y que en 1990 apenas llegaban a facturaciones individuales de 5.000 M \$. Sin embargo, su vocación de desarrollar tecnologías basadas en “estándares” reconocidos, lograron que el mercado cambiara completamente. De hecho, hoy todos los grandes competidores del mercado, excepción hecha de IBM y HP, no son generalistas sino que se mueven en uno o dos *layers* de la informática (Intel, Microsoft, SAP, Accenture, Oracle...), y aquellos competidores que no supieron ver el cambio a tiempo o tardaron en adoptarlo (NCR, Unisys, etc.) vivieron períodos de serias dificultades y hoy en día tienen un tamaño y una rentabilidad varias veces inferior a los especialistas. Esta es la muestra de cómo, para mantenerse vivo en un sector en crecimiento pero en constante cambio, se requieren operaciones de M&A como las que con frecuencia se producen en el mundo de la informática.

### 2.1.4 Otras razones

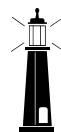
Dentro de la multiplicidad de razones que existen, algunas adicionales a las ya reseñadas, pueden ser las siguientes:

- Defensivas / Ofensivas. Eliminación directa de competidores o protección frente a OPAs de terceros (CA, Oracle/PeopleSoft)
- Presión interna. El exceso de cash disponible sin utilización hace que los accionistas presionen a los directivos (Microsoft/SAP)
- Políticas. Evitar/Aliviar control extranjero (Sanofi/Aventis, Vodafone/Mannesman)
- Otras: Interés de los directivos (Hubris). *Leer Paper*

### 2.1.5. Razones Pseudo estratégicas

A veces se señalan como estratégicas razones ligadas a determinados intereses, que a la postre no pueden ser justificantes de una adquisición. Entre ellas:

- Diversificación del riesgo financiero. Una adquisición no tiene justificación hacerla únicamente para diversificar el riesgo financiero (no el de negocio), puesto que el propio accionista puede obtener la misma diversificación a un menor coste, puesto que la adquisición directa de una empresa por otra, generalmente implica que esta última paga una prima para hacerse con ellas, mientras que el accionista puede diversificar su cartera a precios de mercado sin necesidad de pagar ningún sobreprecio sobre la cotización.
- Situación financiera. En otras ocasiones se utilizan las adquisiciones como cortina de humo para encubrir el incumplimiento de expectativas de beneficio o la mala situación financiera de la propia empresa, de forma que la adquisición trastoca todas las previsiones anteriores que ya no son válidas debido al impacto de la compra de una nueva empresa. En resumen, una huida hacia delante para ganar tiempo.



## 2.2. Desinversión y venta de empresas

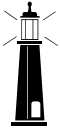
Son múltiples razones las que llevan a la decisión de vender una empresa o segregar una parte del negocio:

- Falta de sucesión en la empresa familiar. Desavenencias accionariales.
- Salida de determinados segmentos de negocio o zonas geográficas
  - Focalización (HP/Agilent, Bayer/Landxell)
  - Abandono de segmentos locales específicos por la globalización.
  - Salida de zonas geográficas. Traspasos a Distribuidores.
- Fracasos de integración (AT&T/NCR/Lucent, EDS/AT Kearney)

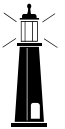


Cuando se trata de segregar una parte del negocio existente, puede hacerse de dos formas:

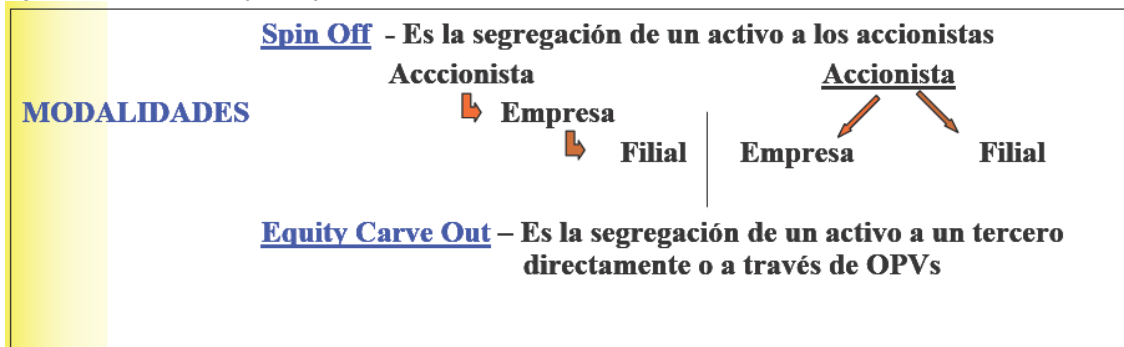




- **Spin Off.** Es la segregación de una parte de la empresa directamente a los accionistas. Es decir, el accionista de la empresa inicial recibe acciones de la segregada. Antes era accionista del total y ahora sigue siendo accionista de cada una de las partes. Por ejemplo, cuando en 1996 AT&T realizó un spin off de NCR y Lucent Technologies, los accionistas originarios de AT&T recibieron acciones de NCR y Lucent Technologies, de forma que se convirtieron en accionistas de las tres empresas. Cuando Telefónica se vio obligada a salir de Antena 3, de la que poseía un 34,5%, lo hizo a través de sus propios accionistas, adjudicándoles 1 acción de Antena 3 por cada 297 de Telefónica, de forma que los accionistas iniciales, que antes tenían una parte de Antena 3 a través de su participación en Telefónica, se convirtieron en accionistas directos de ambas empresas.
- **Equity Carve Out.** Es la segregación de un activo o una parte del negocio a un tercero, ya sea de forma directa o a través de una Oferta Pública de Venta. La empresa aísla la parte de negocio que quiere enajenar y, o bien la vende directamente y recibe el pago por parte del comprador, o bien la coloca en Bolsa a otros accionistas que igualmente pagan su valor. Por ejemplo, La Caixa en la colocación de Criteria CaixaCorp. La entidad recibe el dinero de la colocación a cambio de vender una parte de su negocio.



La diferencia es que en el *Spin-Off* el accionista acaba poseyendo acciones de las dos empresas, la principal y la segregada, mientras que en el *Equity Carve-Out*, el accionista sólo sigue siéndolo de la principal.



En la realización de un *spin-off*, habitualmente subyace la idea de la especialización. De hecho se piensa que las dos empresas resultantes estarán mucho más focalizadas en sus respectivos negocios y los accionistas (que luego serán accionistas de ambas, una vez realizado el *spin-off*) saldrán ganando.

Los gráficos muestran el buen comportamiento de los *spin-offs* de Agilent, la división de instrumentos de medida de HP y de Lanxess, la división química de Bayer, comparados con el índice Nasdaq y el Eurostoxx 50 respectivamente.



Según estudio de McKinsey de 78 muestras de operaciones realizadas entre 1988 y 1996, aquellas empresas que realizaron segregaciones obtuvieron un rendimiento medio en los 2 años siguientes del 27% frente al 16% del S&P 500.

## 2.3. La Estrategia y el Valor para el accionista cómo motores de la actividad de M&A.



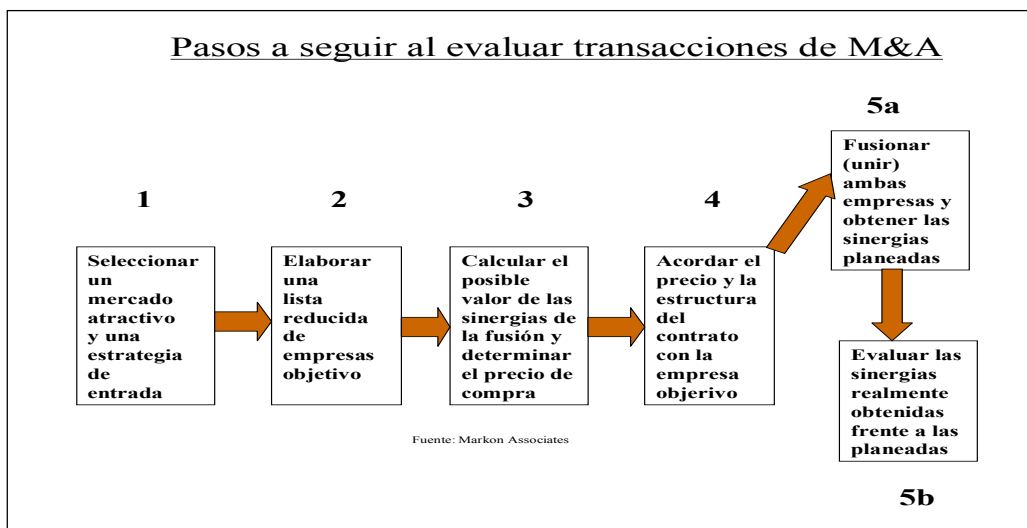
De todo lo expuesto anteriormente podemos concluir:

- Las fusiones y adquisiciones son consecuencia, no causa, de una determinada estrategia de negocio.
- Al igual que las valoraciones de empresa se hacen a perpetuidad, las adquisiciones o desinversiones requieren tiempo para dar resultados. No puede medirse la creación de valor para el accionista en función de la reacción inmediata del mercado al anuncio de una operación corporativa.
- El objetivo final debe ser la creación de valor para el accionista estable, medido en términos de revalorización y dividendo de la nueva empresa fusionada frente a la anterior.



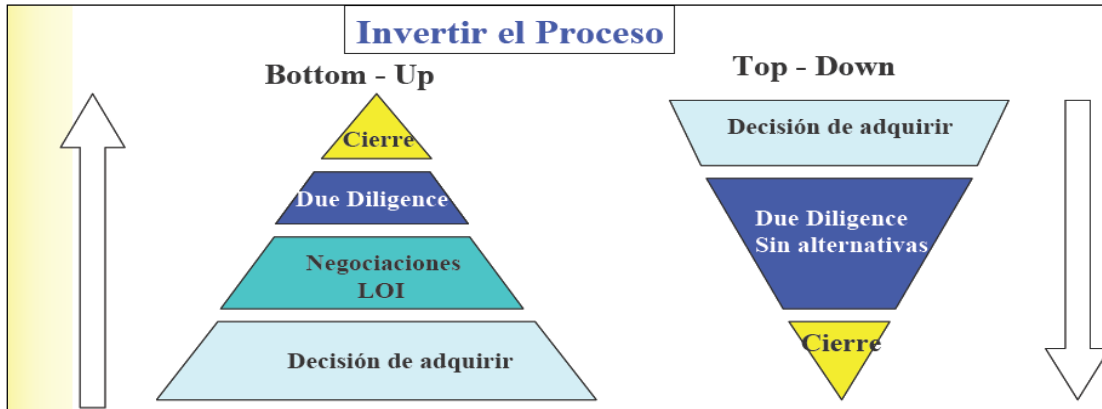
Por tanto, para que estratégicamente una adquisición tenga sentido, previamente es preciso seguir una metodología:

- Definir la propia estrategia (Long Range Business Plan)
- Examinar los sectores / empresas que contribuyen a la consecución de los objetivos de negocio.
- Analizar:
  - Qué se va a comprar (Clientes/Productos/Reducción de Costes).
  - Qué partes del negocio interesan
  - A qué precio (Relación beneficio/Precio)
  - Qué valor añadido aporta.
  - Quién va a integrar (Unidad de Negocio)
  - Cómo se va a integrar (Impacto en la organización existente)



Entre los errores estratégicos más frecuentes está “invertir el proceso” debido a “la precipitación del comprador”. Ésta surge de la necesidad perentoria de adquirir, una vez se ha tomado la decisión estratégica, lo cual se traduce en una alteración del proceso lógico de adquisición, que debe ser de abajo-arriba: y no al revés. La “precipitación” hace que la decisión ya esté tomada prácticamente de antemano y todo el proceso de compra sea visto

como un puro trámite para conseguir el objetivo final que es la adquisición. Ello hace que las “due diligences” (auditorias de adquisición) no se realicen en profundidad y que en las negociaciones se hagan cesiones que, en condiciones normales no serían lógicas, pero que debido a la ansiedad del comprador por concluir dan ventajas significativas al vendedor, al que se ha puesto sin querer en una situación privilegiada.



\* LOI = Letter of Intent = Carta de Intenciones

En resumen:



SUNDAY TIMES - February 10, 2008

### AOL and Time Warner split after 'deal of the century' goes bad

Billions of dollars were lost because the internet company was chasing the wrong business model.

WHEN AOL took over Time Warner for \$164 billion (£84 billion) in 2000, it was hailed as the "deal of the century". "I don't think it is too much to say this really is a historic merger. We've transformed the landscape of media and the internet," said Steve Case, AOL's then chairman and chief executive officer. But almost before the ink on the deal was dry, the merger was being called "the worst deal of the century". Last week Time Warner finally moved to rid itself of the internet firm that was once the world's hottest online company. New chief executive Jeff Bewkes is separating AOL's declining internet-access business from its content business in a move that is likely to lead to the eventual sale of the access division.

It was Bewkes's first quarterly financial conference call since taking the top job. "This should significantly increase AOL's strategic options," he said - options that seem likely to lie outside Time Warner. Even at the time of the merger the more net savvy were questioning AOL's business model. The firm made most of its money from charging people to access the internet through its website. In 2002 AOL had almost 30m paying subscribers, but dial-up internet-access subscriptions have declined as high-speed broadband access has risen and advertising has become the most lucrative source of revenue on the web. Today AOL has about 10m subscribers.

The company is now ramping up its advertising business but lags way behind the rest of the industry. In the fourth quarter, ad revenue at AOL grew 18%, less than the International Advertising Bureau's industry average of 25%. Google's ad revenue grew 51% in its fiscal fourth quarter. Rival media and technology firms have been on a second multi-billion dollar internet spending spree in recent years. News Corp, parent company of The Sunday Times, bought MySpace; Google snapped up DoubleClick; Microsoft took a chunk of Facebook and is now trying to secure Yahoo. But AOL has continued to look like a dud.

Analysts calculate that AOL will be a declining contributor to Time Warner's fortunes. Separating AOL from Time Warner's content business is a must, because it will "allow for more focus on stronger businesses," said UBS analysts last week. Time Warner has blown billions chasing the wrong business model with AOL, said one rival executive. "Follow the money. Platforms, not content businesses, are where the money has been made on the internet," he added.

In 2000, combining Time Warner's expertise in creating content with AOL's subscribers looked like a great deal on paper. But as Time Warner's shareholders found out, big promises aren't always worth the paper they are written on.

### NOKIA VS. GOOGLE

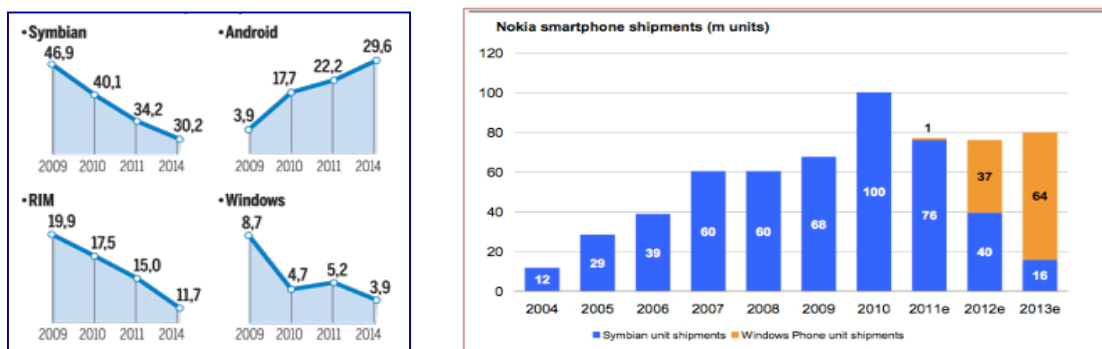
A principios de febrero de 2011, Nokia anunció su alianza estratégica con Microsoft para adoptar Windows como sistema operativo de sus *smartphones*. "Dos pavos no hacen un águila" fue el comentario de un alto ejecutivo de su rival Google, autor del sistema operativo Android, usado por otras marcas de móviles pero rechazado por Nokia como alternativa a reemplazar su sistema operativo propio Symbian. Al ser preguntado Stephen Elop, nuevo presidente de Nokia por este comentario, dijo que la alianza con Microsoft más bien le recordaba a dos hermanos (Wright) que hacían bicicletas en Dayton, Ohio, hasta que uno de los dos decidió volar.

Aunque no es seguro que el nuevo smartphone de Nokia basado en Windows pueda volar, lo que sí que es cierto es que desde que Apple anunció su iPhone en 2007, la incapacidad de Nokia por encontrar un “iPhone killer” ha hecho que sus acciones hayan perdido nada menos que 2/3 de su valor. Su estrategia inmovilista le está costando a Europa perder su puesto de liderazgo en la tecnología de móviles, desplazando éste al Silicon Valley.

En el último trimestre de 2007 Nokia alcanzó la cumbre de su poder y 4 de cada 10 móviles vendidos en el mundo eran suyos: su liderazgo en hardware era indiscutible. Por el contrario, el iPhone era un pequeño ordenador con pantalla táctil que se convertía en teléfono móvil con un software muy amigable para el usuario que lo podía adaptar sin problema a sus necesidades personales. Numerosas empresas de software comenzaron a lanzar aplicaciones para el nuevo dispositivo.

La respuesta de Nokia al reto lanzado por Apple fue muy lenta y de bajo nivel al minimizar el volumen que suponía un segmento de mercado, que la finlandesa estimaba como elitista y muy reducido. Sin embargo, hoy en día es el segmento de móviles que más crece, habiendo superado ya el número de smartphones al de ordenadores personales en el mundo. Ese error de percepción no solo le costó a Nokia perder su liderazgo en la gama alta sino que en el segundo trimestre de 2010 los márgenes de la finlandesa habían caído un 9,5%, como consecuencia de haber perdido terreno en la gama alta, la de mayor margen.

La situación se había agravado aún más tras la aparición en 2008 de Android, la plataforma de Google usada por varios fabricantes de móviles, incluidos HTC, Samsung, Sony Ericsson y Motorola, y cuya ventaja competitiva es la reducción de precio en los smartphones que lo usan como sistema operativo. Este lanzamiento suponía un misil en la línea de flotación de Nokia, constituida por los móviles de precio medio. Mientras el iPhone cuesta alrededor de \$600, los móviles basados en Android están alrededor de \$200. Desde entonces las predicciones acerca del desplome de Symbian (Nokia) y el ascenso de Android (Google) no cesaron.



En 2011 Nokia registró pérdidas (1.073M) por primera vez en su historia, continuando las mismas durante 2012, año en el que perdió el liderazgo en cuanto a unidades vendidas dejándose a Samsung. En cinco años había pasado de tener una cuota de mercado cercana al 40% a quedarse únicamente con el 23%, con el agravante de que su pérdida de mercado en la gama alta había dañado su reputación de marca tecnológica líder y había acabado afectando también a las ventas de la gama baja.

Worldwide Mobile Phone Sales to End Users by Vendor in 4Q12 (Thousands of Units)				
Company	4Q12 Units	4Q12 Market Share (%)	4Q11 Units	4Q11 Market Share (%)
Samsung	106,957.7	22.7	93,830.3	19.6
Nokia	85,054.8	18.0	111,699.4	23.4
Apple	43,457.4	9.2	35,456.0	7.4
ZTE	16,160.6	3.4	18,915.1	4.0
LG Electronics	14,981.3	3.2	16,938.3	3.5
Huawei Technologies	13,679.1	2.9	13,966.1	2.9
TCL Communication	11,097.6	2.4	10,695.3	2.2
Lenovo	8,305.4	1.8	5,206.3	1.1
Sony Mobile Communications	7,946.6	1.7	8,935.7	1.9
Motorola	7,822.2	1.7	10,075.3	2.1
Others	156,613.7	33.2	151,985.1	31.8
<b>Total</b>	<b>472,076.4</b>	<b>100.0</b>	<b>477,703.0</b>	<b>100.0</b>

Source: Gartner (February 2013)

Por el contrario, desde 2000, Google ha llevado a cabo más de 100 adquisiciones que han complementado sus fortalezas como mayor motor de búsqueda, algunas de las más relevantes: YouTube, DoubleClick y Motorola Mobility.



**Octubre 2006. Video Sharing. US\$ 1.65 B.**

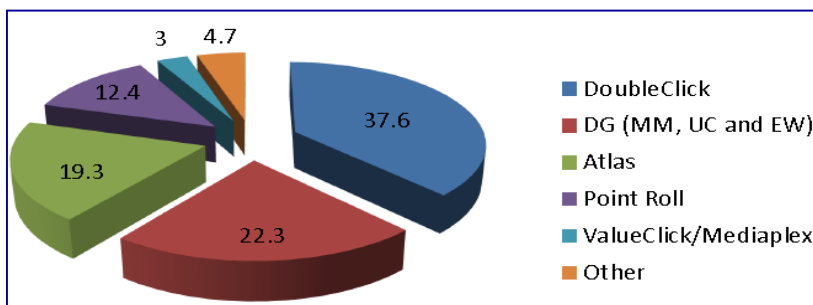
Objetivo: Liderar el mercado de vídeo online.

- Cada minuto se suben 60 horas de vídeo.
- Cada día se reproducen más de 4.000 millones de vídeos.
- Cada mes visitan YouTube más de 800 millones de usuarios únicos.
- Cada mes se reproducen más de 3.000 millones de horas de vídeo en YouTube.



**Abril 2007. Publicidad Online. US\$ 3.1 B**

Objetivo: Acceso a los mayores inversores en publicidad.



Publicidad Online  
Cuota de Mercado 2011



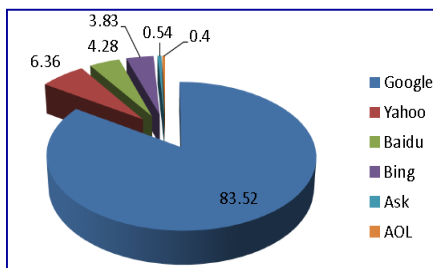
**Agosto 2011. Fabricante de móviles US\$ 12.5 B**

Objetivos : Diversificar sus ingresos excesivamente dependientes de la publicidad (97%)  
Acceder a patentes para su S.O. Android

Sin duda, Google ha pagado una prima sustancial por sus adquisiciones. Y si bien financieramente no han reportado resultados (incluso pueden haber sido no rentables), estratégicamente le han permitido consolidar su predominio. Nokia ha apostado por alianzas (Micorsoft) como única salida a su situación, tomando un riesgo muy alto: *Make it or break it*. En cualquier caso, el mercado no tiene dudas sobre la estrategia seguida por ambas. Basta observar la evolución de su cotización.

Motores de Búsqueda. Cuota de mercado

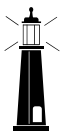
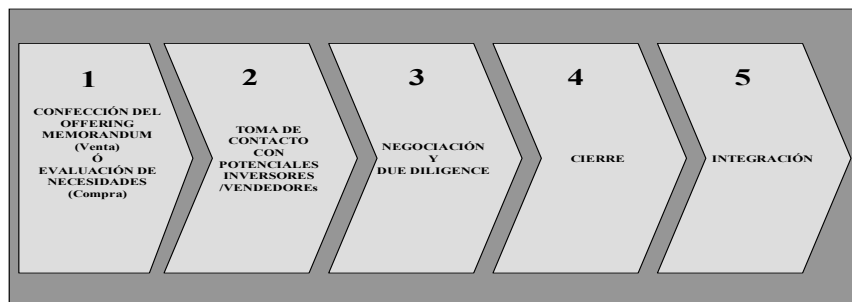
Google vs Nokia. Evolución del precio dela acción



Basado en los artículos *Downwardly Mobile* (FT, Feb.25, 2011) y *Expansión* (varios Febrero, 2011 y Abril 2012)

### 3. PROCESO DE UNA ADQUISICIÓN

Aunque cada operación de compraventa de empresas puede seguir una secuencia diferente y muy diversa, sin embargo existe un proceso que con mayor o menor rigurosidad se trata de seguir a la hora de realizar una adquisición o vender una empresa, que es el que vamos a estudiar a continuación. Dentro de él distinguiríamos las fases que se describen en el diagrama que se muestra a continuación.



#### 3.1. EVALUACIÓN Y CUADERNO DE VENTA

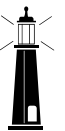
El comienzo de una adquisición o venta de empresa empieza obviamente por decidir qué se quiere comprar o vender (empresa, parte del negocio, cartera de clientes, proyectos, productos..) y a quién se quiere vender (competidor, empresa multinacional, inversor financiero, etc..). En resumen, se realiza una evaluación estratégica de la adquisición o venta, de forma que se tengan las ideas claras sobre dónde se quiere llegar.

Una vez la decisión estratégica está lo suficientemente concreta, el vendedor suele confeccionar lo que se denomina el Cuaderno de Venta, un documento que dependiendo del tamaño de la empresa puede oscilar entre 50 y 200 páginas, en el que se especifican los detalles del negocio, de tal forma que pueda suscitar un primer interés por parte del comprador. Algo similar al currículum que se envía a la agencia de empleo o al cazatalentos, de forma que se haga una idea del perfil del individuo y le llame a una entrevista. Por tanto, se trata de que sea un documento atractivo, que proporcione suficiente pero no demasiada información acerca de la empresa, y que sirva como referencia para que un potencial comprador se anime a entrar en la negociación.

Este documento, en el que colaboran los asesores externos (caso de existir) a su vez sirve de referencia en las negociaciones posteriores hasta tanto se llega a la due diligence, y por tanto debe ser un documento sólido, fiable y profesional que contenga una información precisa y veraz de la empresa. Una vez confeccionado el documento, éste se entrega por parte del asesor a aquellas empresas que puedan estar interesadas. Para ello es habitual que los asesores tengan entrevistas iniciales con potenciales compradores antes de entregar la información, de forma que ésta únicamente llegue a quienes sean firmes candidatos a la compra.

En caso de ser comprador, en la fase inicial se trata de identificar los potenciales “targets” y bien con los medios de la propia empresa, bien a través de asesores externos, localizar cuáles de esos targets estarían dispuestos a negociar la venta.

En resumen, en esta fase:





- Se trata de encontrar el “target” que mejor se ajusta al objetivo de la adquisición/venta.
  - Tipo de inversor (nacional/multinacional, industrial/financiero..)
  - Tipo de financiación. MBOs, LBOs, VC...
  - Tipo de transacción (Acciones, Activos...)
  - Calendario
- Analizar el mercado (asesores, bases de datos, contactos..)
- Obtención información preliminar sobre potencial inversor/vendedor

### 3. 2. Toma de contacto

Una vez se han preseleccionado los potenciales candidatos a la compraventa, debe tratarse con cada uno de ellos, para ver cuáles son los puntos en común y las diferencias de cara a una posible negociación. Si, por circunstancias no se ha hecho a la hora de entregar el Cuaderno de Venta, en la toma de contacto debe firmarse una Acuerdo de Confidencialidad (Confidential Non-Disclosure Agreement, CNDA) entre las partes, de forma que se garantice que toda la información recibida debe tratarse de forma confidencial y su uso queda restringido directamente a los receptores de la información. En ocasiones, cuando se trata de empresas del mismo sector, se suele incluir alguna cláusula referida a la “no contratación” de empleados de la otra parte por un período de tiempo determinado, como forma de garantizar que la información recibida no es utilizada para dañar en su negocio a la propia empresa que la suministra. A continuación se muestran ejemplos de CNDA en español e inglés:

*Muy Sr. mío:*

*A través de las conversaciones mantenidas hasta la fecha, ustedes nos han solicitado que proporcionemos a HiperSierra S.A., un detallado informe de nuestra situación operativa y financiera. Tendremos mucho gusto en hacerles llegar dicha información confidencial en la creencia de que será utilizada por usted y por el resto de los directivos de su compañía únicamente con el propósito de facilitar una oferta en firme sobre Neutrónica S.A.*

*Consideramos que los siguientes aspectos entran a formar parte del acuerdo:*

- 1. La información no será divulgada a terceras personas, consejeros incluidos, sin nuestro consentimiento expreso.*
- 2. Dentro de HiperSierra, el acceso a la información quedará restringido al personal estrictamente relacionado con las negociaciones.*
- 3. Toda la información suministrada será devuelta, sin haber realizado ninguna copia de la misma, al término de las negociaciones.*
- 4. No utilización de la información que se les proporcione para cualquier otro propósito.*

*Su firma en la fotocopia anexa de este documento supone la total aceptación de los términos expuestos en el mismo. Este documento se ceñirá a la legislación española y a la de la Unión Europea.*

*Atentamente,*  
*Fdo.*  
*Director de Neutrónica S.A.*

*Conforme:..... Fecha:.....*

Fuente: Fusiones y Adquisiciones (J. Mascareñas)



**Non-Disclosure Agreement**

---

CORPORATION of \_\_\_\_\_ and the party identified below plan to exchange specific information on a confidential basis. This Agreement sets forth the terms and restrictions which will apply to that exchange. The term «Recipient» refers to the party receiving a specific item of Confidential Information.

1. "Confidential Information" is information described at the bottom of this page. Confidential Information does not include information which is or becomes available without restriction to the Recipient or any other person through no wrongful act.
2. For a period of five years from the date of the last signature below, the Recipient will not disclose Confidential Information to any other person. The term «person» shall be interpreted broadly to include without limitation any corporation, company, group, partnership or individual. The Recipient may disclose Confidential Information to its affiliates or contractors with a legitimate need to know who agree in writing to confidentiality obligations consistent with this Agreement. All materials containing Confidential Information are and remain the \_\_\_\_\_ property.
3. This Agreement does not require either party to disclose any particular information, recommend products of the other, or enter into any business relationship, nor does it grant the Recipient a license to any of the \_\_\_\_\_ copyrights.
4. Any claim arising under this Agreement will be barred and unenforceable unless the party asserting it files an action on that claim within one year after that party knew or should have known of the grounds for the claim. New York law (excluding its choice of law rules) governs the interpretation and enforcement of this Agreement. This is the complete agreement between the parties regarding the confidential treatment of any information exchanged hereunder and may be changed only by a written agreement.

### 3.3. Negociación y Due Diligence

#### 3.3.1. LA NEGOCIACIÓN



La negociación puede emprenderse con todos los potenciales compradores a la vez o solo con uno de ellos, ya que es habitual solicitar exclusividad en la negociación durante un cierto tiempo. El proceso de negociación suele ser abierto, y ambas partes van dirimiendo sus diferencias sobre los diversos temas a lo largo de la misma. Al final se trata de llegar a una base de acuerdo sobre la que se podría construir un futuro contrato. Dicha base se plasma en una "Carta de Intenciones" (Letter of Intend, LOI) que es un documento "no vinculante", aunque no deja de ser un documento legal, que el comprador dirige al vendedor y en el que se recogen los puntos sobre los cuales se ha llegado a un acuerdo. Generalmente contiene un precio inicial por la transacción (o al menos un rango de precios) y condiciones en cuanto a plazo de ejecución de la transacción y otras que sean relevantes, dependiendo de cada caso.

A continuación se muestran dos ejemplos de Carta de Intenciones, que son auto explicativos:

**PRINCIPIO DE ACUERDO**

*Las compañías HiperSierra S.A. y Neutrónica S.A., han acordado los siguientes puntos:*

- 1. HiperSierra S.A. comprará todas las acciones emitidas de Neutrónica S.A. por una cantidad de dinero líquido que no será inferior a 1,3 millones de euros.*
- 2. HiperSierra S.A. asumirá todo el endeudamiento que tenga Neutrónica S.A.*
- 3. Se pedirá a todos los directivos de Neutrónica S.A. que permanezcan en sus actuales puestos, negociándose sus condiciones que en ningún caso serán peores que las existentes.*
- 4. El Sr. González cobrará 800.000 euros por dejar su puesto de Director General de Neutrónica S.A.*
- 5. Durante un período de dos años, el Sr. González no podrá realizar ni trabajar en ningún negocio que tenga que ver con el que compete a Neutrónica.*
- 6. El Sr. González garantizará que en el actual ejercicio económico de Neutrónica se conseguirán unos beneficios antes de impuestos no inferiores a 1,5 millones de euros.*
- 7. Neutrónica S.A. se obliga a no emitir obligaciones simples o convertibles hasta que no se cierre definitivamente el acuerdo.*
- 8. HiperSierra S.A. se compromete a asumir los términos del Plan de Pensiones en vigencia, así como, todos los beneficios sociales a favor de los trabajadores.*
- 9. Neutrónica S.A. entiende que esta carta de intenciones queda sujeta al resultado final de todas las ulteriores comprobaciones que desee realizar el comprador y a la aprobación final del Consejo de Administración.*
- 10. Esta carta de intenciones no supone ningún contrato, sino una exposición de las intenciones de las partes. Los términos que definan la adquisición quedarán estipulados en un contrato de compra sujeto a la aprobación de ambas partes.*

*Conforme:*

*Fdo.: Sr. Tejada  
HiperSierra S.A.*

*Fecha .....*

*Conforme..*

*Fdo.: Sr. González  
Neutrónica S.A.*

**Fuente: Fusiones y Adquisiciones (J. Mascareñas)**

Subject: **LETTER OF INTENT**

In accordance with our recent discussions, the purpose of this Letter of Intent ("LOI") is to set forth in writing the present mutual intentions of the parties with respect to the proposed transaction between our companies. This LOI is not intended to, and does not, create any legally binding obligations. No such obligations of any type or nature whatsoever shall arise unless and until our companies successfully negotiate and execute definitive agreements.



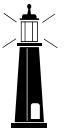
The points upon which have agreed to enter further negotiations are as follows:

1. **Sale of Shares:** In consideration of payment in the amount of US\$750,000 (seven hundred fifty thousand US dollars) (the "Payment"), will a) sell, or cause to be sold, to all of the shares of
2. **Payment.** Buyer will make the Payment in any lawful manner, as agreed between
3. **Due Diligence Investigation.** Immediately upon signing of this LOI and the attached Non-disclosure Agreement, will have access to all of books, records and certain employees to conduct a due-diligence review of business. This investigation review will be conducted under reasonable conditions as to time, manner and place.
4. **Timeline.** The Parties will make all reasonable efforts to close the transaction contemplated by this LOI no later than May 31,
5. **Employees.** The parties will cooperate in taking all actions necessary under local law to ensure that all employee liabilities are assumed by the successor company.
6. **Costs and Expenses.** Each Party will bear its own costs associated with this transaction including, without limitation, accountants' fees and attorneys' fees.
7. agrees that any guarantees of any liabilities that has at present or future to any other Company should be released, and be undertaken by and/or any affiliate as of the closing.
8. Subject to the final conclusion of the transaction the effective date for all intents and purposes, i.e. the transfer of all business affairs as well as all assets and liabilities will be considered as being the 1<sup>st</sup> day of April

### 3.3.2. LA DUE DILIGENCE

Una vez firmada la Carta de Intenciones, comienza el proceso de *Due Diligence*, que podríamos traducir como auditoría de adquisición. Este proceso consiste en verificar el estado de la sociedad que se va a adquirir desde todos los puntos de vista posibles. No es ni mucho menos una auditoría contable, si no justamente lo contrario, dado que habitualmente ya se tienen cuentas auditadas de la empresa a adquirir. Es decir, a parte de los estados contables, debe chequearse todo lo demás. Las áreas más comunes a investigar son:

- Comercial. Clientes, propuestas, proyectos, operaciones futuras, fuerza de ventas, red comercial, gastos de marketing, etc...
- Legal. Estatutos de la sociedad, accionistas, contratos en vigor, compromisos legales con impacto en balance o fuera de balance, etc...
- Fiscal. Pago de impuestos, cargas, riesgos fiscales, etc...
- Recursos Humanos. Personal, antigüedad, derechos, convenio colectivo, sindicación, etc...
- Financiero. Activos y Pasivos en Balance y fuera de Balance. Valor de mercado de los activos. Partidas de Cuenta de Resultados y Balance. Informe de Auditoría, etc...
- Operaciones. Métodos y procesos de producción, logística, organización, sistemas informáticos, etc...



El proceso de realización de la *Due Diligence* es muy variado. Puede ser directo, virtual, mediante entrevistas, etc... Normalmente se habilita lo que se llama un cuarto de datos, “*Data Room*”, donde se tiene acceso a la información, con limitaciones en cuanto a tiempo de acceso (días, horario) y posibilidad de fotocopia de documentos, que se restringe al máximo. A posteriori, una vez realizada la *due diligence* sobre el terreno, puede existir la oportunidad de aclarar las dudas surgidas o la información que falta con los directivos de la propia empresa.

El objetivo de todo el proceso de *due diligence* por parte del comprador es cerciorarse bien de lo que se va a adquirir, puesto que una compra de acciones supone la compra de todos los derechos y obligaciones de la sociedad, por tanto es muy importante saber en detalle cuáles son para evitar sorpresas posteriores. El informe de *Due Diligence*, que habitualmente producen los asesores, contiene el listado de riesgos encontrados, la probabilidad que sucedan y, en base a ella, el valor total susceptible de pérdida medido en Euros. Todo ello forma parte de la negociación de cara al contrato, y bien pueden cubrirse vía reducción de precio, vía cláusulas precautorias sobre cada uno de los riesgos, o de cualquier otra forma que acuerden las partes.

### 3.4. Cierre

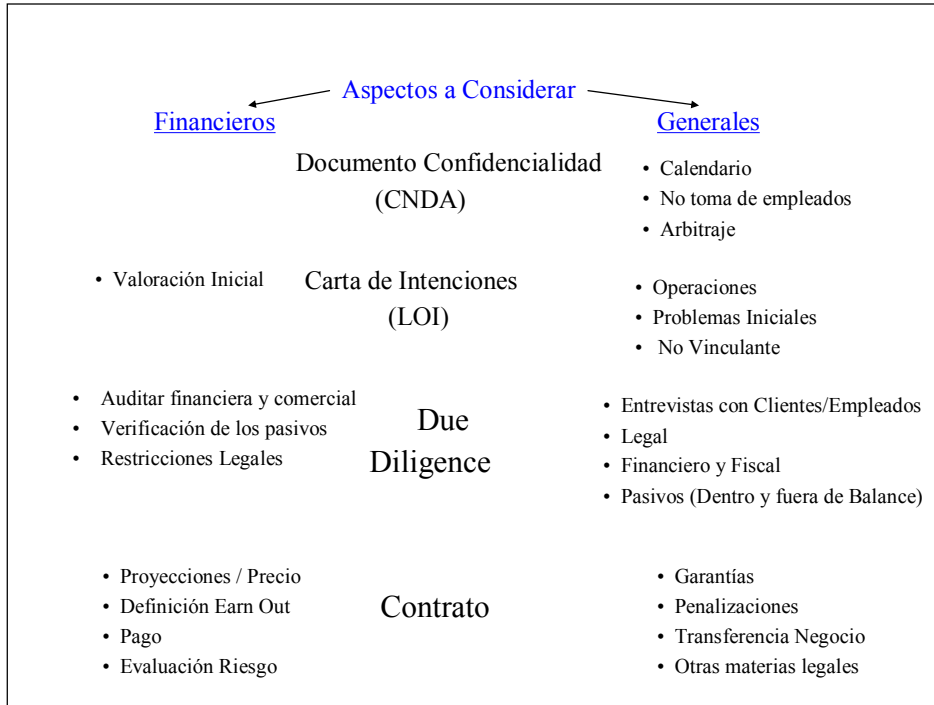
Como es obvio, cada contrato lleva una negociación diferente en función de las características de la adquisición; sin embargo, existen una serie de líneas de referencia o recomendaciones que son comunes a casi todos los contratos, entre ellas las siguientes:

- Plasmear acuerdos alcanzados. Evitar nuevos puntos de fricción.
- Procurar escribir el borrador: algo queda.
- En la medida de lo posible disminuir las obligaciones propias e incrementar las ajenas.
- Asegurar que el precio y las condiciones se expresan como se han negociado.
- Minimizar riesgos. Utilizar penalizaciones en caso de duda.
- Cubrirse de cara a potenciales sorpresas.

#### **ORGANIZATIVAMENTE :**

- Evitar presiones de tiempo innecesarias.
- Asegurarse que los asesores de ambas partes están coordinados

El resumen de las fases anteriores, los aspectos a considerar y los documentos que se intercambian las partes a lo largo del proceso es el siguiente:



### 3.5. Integración

Existen textos únicamente dedicados a la integración de empresas y a la importancia que ésta tiene para el éxito de la adquisición. Sin entrar en más detalles que los que dicta el sentido común, es importante tener en cuenta que, estadísticamente está demostrado que un porcentaje elevado de directivos y empleados de una empresa adquirida la abandonan en los meses posteriores a la adquisición. Ello es especialmente grave en el caso de una empresa de servicios (70% del PIB en España), donde el capital humano es clave en el funcionamiento de la misma (es prácticamente el producto de la empresa), y una diáspora de personal significa una devaluación automática de la adquisición.

Existen numerosos ejemplos de integraciones fracasadas. En la famosa fusión entre Sperry y Borroughs, dos de los gigantes informáticos de la época, que dio lugar a Unisys en 1989, los sistemas de información permanecieron sin integrar durante los tres años siguientes a la unión de las empresas, por lo que eran preciso duplicar contabilidades, procesos, etc..



La integración de la empresa a adquirir tiene que formar parte del proceso y por tanto debe existir un plan claro y concreto antes de consumir la compra, debe haber un responsable (unidad de negocio, división o persona) de la cuenta de resultados de la nueva empresa y por tanto de que su integración sea lo menos traumática posible. En resumen:

- Tener un plan para el Día 2.
- Dejar claro el nuevo organigrama.
- Retener al personal clave
- Comenzar la integración lo antes posible. Gestionar lealtades y expectativas.
- Capturar las oportunidades de integración (acceso a nuevos mercados, productos...)
- Integrar sistemas informáticos y tareas coordinadamente.
- Acentuar el énfasis en la comunicación.

CINCO DÍAS 18-06-2015

## **Fusiones y adquisiciones: el proceso de integración**

Juan Ramón Rodríguez Larraz. Socio Deloitte Financial Advisory

*En el mercado actual, las fusiones y adquisiciones tienen cada vez más peso. Durante el 2014 se registró el mayor número de operaciones desde hace siete años a nivel mundial, con más de 40.000 negociaciones anunciadas y cerca de 3,5 billones de dólares de valor agregado. De la misma forma, desde el comienzo de 2015, el aumento en el número de fusiones y adquisiciones continúa tanto a nivel global como nacional. El valor de las transacciones anunciadas en el mundo en lo que va de 2015 asciende a casi un billón de dólares, lo que supone un aumento del 25% respecto al pasado ejercicio y el comienzo de año más fuerte desde hace ocho años... (.....)*

**Según un estudio de nuestra empresa, los procesos de integración son clave para cumplir los objetivos previstos, alcanzar beneficios, mantener el prestigio de la empresa y para que haya un nivel de ventas aceptable.**

*Tras conocer las respuestas de 800 ejecutivos que han participado o prevén participar en procesos de fusión o adquisición, se mantiene esta tesis. Para conseguir cumplir los objetivos fijados en la fase de negociación es necesario desarrollar un plan de acción que contemple una transición suave, un apoyo ejecutivo de liderazgo, la participación en la gestión de las dos partes afectadas, creando un equipo integrado, y todo ello en un contexto de comunicación constante y abierta durante el proceso de integración.*

*De esta forma, las probabilidades de que la ejecución del proceso de transición sea un éxito aumentarán exponencialmente. Siguiendo con las opiniones de los encuestados, mientras dos tercios de los ejecutivos consideran que el proceso de integración realizado en su empresa es satisfactorio, el restante cree que estos procesos presentan áreas de mejora y que no se cumple con las expectativas fijadas durante la fase de la negociación.*

**Es más, casi un cuarto de los ejecutivos respondió que no se ejecutó ningún plan de integración el día después del cierre de la operación por lo que, ante esta realidad, ser capaz de calibrar y conocer el desafío real que supone una fusión o adquisición y ejecutar un proceso de integración razonado es un requisito fundamental para alcanzar las estimaciones de crecimiento y los costes previstos durante la fase de negociación.**

*En cualquier caso, y tal y como confirman los datos, la mayoría de los ejecutivos encuestados afirman que si se vieran involucrados en un futuro en otra fusión o adquisición, se encargarían de implementar un proceso de integración más suave y planificado, en el bien entendido que un proceso planificado no significa un proceso lento, que es otra de las amenazas que normalmente merman valor a las integraciones de negocios por el reflejo que ello supone en la confianza de los clientes y proveedores y la capacidad de retener el talento de los empleados clave.*

*Por lo tanto, es necesario establecer un proceso de integración abierto, una alineación entre las dos empresas y un modelo operativo claro y definido en el que se establezca qué productos o servicios se ofrecen, a qué clientes se dirige y qué operaciones tienen que ser externalizadas, y de esta manera, cuando acontezcan desafíos inesperados, no habrá barreras infranqueables sino solo áreas de mejora.*

**En conclusión, tal y como demuestran las encuestas y ante un mercado que se encuentra en continuo crecimiento, es importante tener en mente que el éxito en el cierre de una operación no es más que el primer día de un proceso de integración, que será el que de verdad ponga de manifiesto que la transacción ha sido exitosa.**

## 4. OPERACIONES ESPECIALES

Bajo el epígrafe de operaciones especiales se ha incluido aquellas que bien se hacen bajo regulación (como el caso de las OPAs) o bien pueden afectar a la valoración o a la composición del accionariado (Desdoblamiento, recompra de acciones, etc..)

### 4.1. Oferta Pública de Adquisición



La necesidad de realizar ofertas públicas de adquisición de empresas cotizadas bajo ciertos supuestos, viene determinada por la necesaria transparencia de cara al mercado que exige proteger los intereses de los pequeños accionistas, que de otra manera podrían verse perjudicados por posibles acuerdos opacos de los socios dominantes de una sociedad.

En 2007 se modificó el marco regulatorio para adecuarlo a la normativa europea tapando ciertos agujeros detectados en la antigua ley, sobre todo aquello que permitían el control de una sociedad en la práctica sin necesidad de poseer una mayoría accionarial clara, lo que claramente iba en detrimento de los accionistas minoritarios.

#### 4.1.1. Oferta Pública de Adquisiciones OPA en España. Anterior RD 432/2003 de 11/04/ 2003)

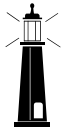
- **Comunicación a la CNMV.** La toma de participación > 5% de una empresa cotizada debía ser comunicada a la CNMV.
- **OPA sobre la Totalidad.** Era obligatoria cuando:
  - Se pretendía una participación > 50%
  - Se quería designar más del 50% del Consejo.
- **OPAs Parciales.** El lanzamiento de una OPA sobre al menos el 10% del capital era obligatoria cuando:
  - Se pretendía alcanzar más de un 25% del capital
  - Se tenía más del 25% pero menos del 50% y se quería aumentar la participación en el 6% como mínimo en 12 meses.
  - Se pretendía una participación < 25% pero se quería designar un porcentaje del consejo entre el 33% y el 50%+1
- Por cada aumento del 5% del capital o su múltiplo los compradores debían comunicar si entraban en alguno de los supuestos anteriores

#### 4.1.2. Nueva ley de OPAs (RD 1066/2007 de 27-07-2007)

##### *Características principales:*

- La legislación trata de proteger al pequeño accionista.
- Elimina la obligación de lanzar OPAs parciales.
- Se impone la obligación de lanzar una OPA sobre la totalidad de la compañía objetivo, cuando la compradora **controla el 30% de los derechos de voto** (no de las acciones) de la primera.





- Las acciones defensivas del Consejo de Administración frente a una OPA hostil, deben ser ratificadas por la Junta de Accionistas.
- Si la compañía compradora es extranjera, la española podrá utilizar los mismos mecanismos de defensa autorizados por las leyes del país de la compradora.
- Cuando una compañía ha lanzado una OPA por la totalidad, una vez alcanzado el 90%, puede forzar a vender al resto de los accionistas hasta el 100%.
- Se establece un período de transición de 2 años, durante el cual, una compañía que tenga entre el **30% y el 50% del capital**, se verá obligada a lanzar una OPA por la totalidad en los siguientes casos:
  - Si supera el 50% de los derechos de voto
  - Si incrementa los derechos de voto en un 5% en el período de un año.
- Las OPAs voluntarias podrán ser totales o parciales, así como llevar condiciones. Si una OPA total acaba con una aceptación de, por ejemplo, el 45 por ciento del capital, el oferente estará obligado a lanzar una oferta a precio equitativo, salvo cuando su precio inicial coincidiera con éste o haya alcanzado el 50 por ciento de los derechos de voto.
- La OPA no tendrá que ser interrumpida mientras llegan las autorizaciones que necesite de organismos públicos como, por ejemplo, el Tribunal de Defensa de la Competencia. En el caso de ofertas voluntarias, el oferente podrá condicionar su OPA a lograr esa autorización pertinente y, por tanto, desistir de su oferta si ésta no llega, incluso una vez liquidada la compra.
- El oferente podrá mejorar cuantas veces quiera su precio, hasta cinco días antes de que finalice el periodo de aceptación de su opa, para lo que podrá buscar socios, siempre y cuando se mantenga como el principal oferente. Asimismo podrá comprar acciones de la sociedad opada en el curso de la oferta y si el precio pagado es superior al ofrecido, el precio de la opa se elevará automáticamente.

### Ejemplo: Comunicación de toma superior al 3%

AGENCIAS - MADRID - 14-01-2008

**El Banco Santander controla un 5,1% de SOS Cuétara, una participación que equivale a siete millones de acciones, según consta en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).**

En concreto, la entidad posee un 2,193% del grupo alimentario de manera directa y un 2,907% de forma indirecta, a través de Banesto, que controla el 2,616%, y Santander de Seguros y Reaseguros, que tiene el 0,291% de la compañía.

El Banco hizo esta comunicación el pasado 2 de enero, según consta en la CNMV, dentro del marco regulatorio que obliga a declarar las participaciones significativas en las que se supera un 3% de los derechos de voto, y cuyo plazo finaliza el próximo jueves.

A los precios a los que actualmente cotiza la acción de SOS Cuétara (13,29 euros), la participación total que posee el banco en esta entidad alcanza un valor de mercado superior a los 93 millones de euros.

El banco que preside Emilio Botín también declaró el pasado día 2 de enero que poseía una participación del 3,342% en Iberdrola, de la que el 0,784% era de manera directa y el 2,558% de manera indirecta, a través de Banco Madasant, Norbest, Banesto y Santander de Seguros y Reaseguros.

Ejemplos: Límite del 30% de participación para evitar una OPA a la totalidad

La sociedad Cartival incrementará su participación en Bankinter hasta el tope de 24,99%. Una operación que es pura estrategia para recibir el beneplácito del Banco de España y aumentar sus opciones de participación hasta un 29,99%, una opción de compra ya permitida a la entidad francesa Credit Agricole.

Jaime Botín consiguió el día de ayer el visto bueno para que su grupo aumente su participación de un 16,3% en Bankinter, optando por la compra de acciones que lo llevarían a poseer un 24,99% de la entidad bancaria. Para muchos analistas, el Banco de España podría recibir críticas por una política que parece restringir la inversión española y promueve la inversión extranjera. Para ellos, el Banco de España debería aceptar la petición de Botín y permitir a su grupo las mismas opciones de compra con las que cuenta Credit Agricole desde noviembre del año pasado. La institución francesa controla ya el 20% de Bankinter. El 29,99% es el límite máximo que la legislación permite para lanzar una oferta pública por la compra del 100% de las acciones de una entidad.



**CVC pide a la CNMV la autorización para lanzar la OPA sobre el 100% de Deoleo**

14/07/2014

OLE Investments, sociedad controlada al 100% por fondos asesorados por CVC Capital Partners, ha presentado ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) una solicitud de autorización de la oferta pública de adquisición de acciones (OPA) sobre el 100% del capital de Deoleo a un precio de 0,38 euros por acción, informó la compañía al supervisor bursátil. En la solicitud de autorización de la oferta, OLE ratifica "en todos sus extremos" los términos y condiciones de la oferta contenidos en el anuncio previo publicado el pasado 13 de junio y confirma que, aparte de los indicados en el escrito de solicitud, no se han producido variaciones en la información y características de la oferta que estarán contenidos y detallados en el folleto explicativo que se publicará tras la obtención de la oportuna autorización.

En concreto, CVC, que ya controla el 30% de Deoleo, lanzará la OPA a 0,38 euros por título, el mismo precio que se pagó a las entidades financieras Bankia, BMN y Dcoop (antigua Hojiblanca

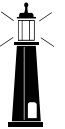
Relación de las últimas Ofertas públicas de Adquisición en la Bolsa de Madrid:

Emisora	Sociedad oferente	Condiciones/ Precio	Periodo Suscripción	Títulos Demandados	Títulos Adjudicados	Resultado
AHORRO FAMILIAR, S.A.	LINDISFARNE INVESTMENTS, S.L.	25,38	28/07/2014 10/09/2014	1.019.068		
DOGI INTERNATIONAL FABRICS, S.A.	BUSINESSGATE, S.L.U.	0,06	25/07/2014 08/08/2014	4.628.531	37.457	Positiva el 12/08/2014
AIGÜES DE SABADELL, S.A.	AIGÜES DE SABADELL, S.A.		14/07/2014 14/07/2014	14.195	2.884	Positiva el 14/07/2014
CAMPOFRIO FOOD GROUP, S.A.	SIGMA ALIMENTOS, S.A. Y WH GROUP LI	6,90	22/05/2014 05/06/2014	16.614.553	13.446.359	Positiva el 09/06/2014
INMOLEVANTE, S.A.	INMOLEVANTE, S.A.	10,80	11/04/2014 12/05/2014	294.429	201.326	Positiva el 14/05/2014
DURO FELGUERA, S.A.	DURO FELGUERA, S.A.	5,53	26/07/2013 09/09/2013	15.346.472	55.398.162	
VUELING AIRLINES, S.A.	VELOZ HOLDCO, S.L.U.	9,25	17/07/2013 31/07/2013	2.837.622	2.095.901	Positiva el 02/08/2013
CORPORACION DERMOESTETICA, S.A.	PABELLON PALADIO, S.L.	0,33	10/05/2013 10/06/2013	8.250.378	6.586.474	Positiva el 12/06/2013
METROVACESA S.A.	BBVA, B.SABADELL, B.POPULAR, B.SANT	2,28	22/04/2013 13/05/2013	43.536.837	42.356.398	Positiva el 16/05/2013
VUELING AIRLINES, S.A.	VELOZ HOLDCO, S.L.U.	9,25	01/03/2013 19/04/2013	16.193.297	13.355.675	Positiva el 23/04/2013
FERSA ENERGIAS RENOVABLES, S.A.	GREENTECH ENERGY SYSTEMS	0,40	12/07/2012 30/07/2012	140.003.778		Negativa
FUNESPAÑA, S.A.	MAPFRE FAMILIAR COMPAÑIA DE SEGUROS	7,00	02/04/2012 23/04/2012	4.831.684	1.367.113	Positiva el 25/04/2012
BANCO PASTOR, S.A.	BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	3,83	20/01/2012 10/02/2012	272.850.714	263.135.538	Positiva el 15/02/2012
RUSTICAS, S.A.	INV. MOBILIARIAS Y DESARROLLO, S. A	20,28	30/12/2011 13/01/2012	55.927	30.106	Positiva el 17/01/2012
TELEFONOS DE MEXICO, S.A.B. DE C.V.	AMERICA MOVIL, S.A.B. DE C.V.	10,50	11/10/2011 11/11/2011	5.098.526.556		
CIA. ESPAÑOLA DE PETROLEOS, S.A.	OPA DE INTERNATIONAL PETROLEUM INV.	28,00	08/07/2011 22/07/2011	141.648.565	137.709.449	Positiva el 26/07/2011
BEFESA, MEDIO AMBIENTE, S.A.	OPA DE PROYECTOS DE INV. MEDIOAMB.	23,78	07/07/2011 21/07/2011	710.502	674.866	Positiva el 26/07/2011

## 4.2. Adquisiciones amistosas y hostiles. Maniobras defensivas.

Una operación de adquisición de una empresa se considera amistosa cuando cuenta con el visto bueno de los administradores de la empresa (Consejo de Administración). EL potencial comprador, una vez a llegado a un acuerdo con ellos, realiza la oferta a todos los accionistas y el propio Consejo recomienda a aquellos que acudan a la oferta, por considerarla adecuada a sus intereses tanto en condiciones como en precio.

Una operación se considera hostil, cuando el comprador dirige su oferta directamente a los accionistas sin contar con el Consejo de Administración de la empresa. Por diversas razones (no contar con sus miembros en el futuro, política de adquisición, etc..) éste queda apartado del proceso, por lo que habitualmente se inicia una batalla entre partidarios y contrarios a la oferta de adquisición. Entre las figuras más relevantes de defensa de una adquisición hostil están las siguientes:

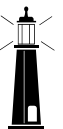


### El caballero blanco (*White Knight*)

- Ante una toma de control hostil, el equipo directivo busca otro comprador afín a su estrategia que realiza una oferta mayor. El caballero blanco se compromete a dejar al equipo directivo y darle libertad de movimientos.
- Reemplaza una OPA hostil por una amistosa. Puede empujar la cotización del valor más alto. Suele darse en transacciones internacionales. (Telecom Italia con Olivetti y DT) (Endesa con Gas Natural y E.On, Enel, Acciona...)

### El caballero negro (*Black Knight*)

- Es aquel potencial comprador que cuando ve que la empresa objetivo ha llegado a un acuerdo con otro comprador, lanza una oferta mayor para romper la compra anterior. En 1999 Societé Générale y Paribas decidieron fusionarse. BNP (caballero negro) lanzó una OPA hostil sobre ambas entidades. Tomó Paribas, pero no SG, ayudada por el Banco Santander que hizo de caballero blanco, incrementando su participación.



### Tiburones financieros y caballeros grises (*Grey Knight*)

- Tiburones financieros son aquellos inversores que pretenden el control de una empresa que estiman infravalorada para obtener ganancias vendiéndola después. No está interesado en la gestión del negocio. A veces recurre a financiaciones apalancadas y endeuda la empresa adquirida por encima de sus posibilidades.
- El caballero gris es otro tiburón financiero que sube el precio sobre el anterior. Es bienvenido por los accionistas por la mejora, aunque no significa que la situación de los directivos mejore.

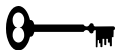
### La Píldora Venenosa (*Poison Pill*)

- Consiste en la emisión por parte de la empresa objetivo de un activo financiero (bonos, opciones..) que sea convertible en acciones, y diluya al inversor
- Se emite cuando hay señales de que un inversor no deseado va entrar (o ha entrado) en el capital de la sociedad para que sea realizada antes de que tome el control. P ej, se emite cuando tiene un 10% para que se pueda ejecutar cuando llegue a un 40%.
- Las compañías con píldoras venenosas son menos atractivas. Un estudio de JP Morgan demostró que la prima sobre estas compañías era de un 51% frente a un 35% sobre las que no lo tenían.
- Estas formas de protección cada vez son más escrutadas por las organizaciones de defensa de los accionistas, buen gobierno corporativo y UE.

#### Otras formas de defensa:

- **La acción de oro.** Da a su propietario un poder automático, aunque limitado en el tiempo, para bloquear aquellas decisiones que considere oportunas. Declarada ilegal por la UE, ha sido práctica habitual en las privatizaciones de empresas públicas (Repsol, Tabacalera..)
- **Bonos convertibles en acciones.** Se emiten a accionistas “amigos” que pueden convertirlos durante un período de tiempo largo (Tubacex con BCH)
- **Warrants independientes.** Proporcionan el derecho a convertirlos en acciones a un precio determinado y a partir de una fecha. Es la forma más común.
- **Aumento del capital social** con aprobación de la Junta de Accionistas.
- **Emisión de Acciones Preferentes.** El control suele estar en los derechos de voto de estas acciones. P ej: Amadeus.
- **Otras:** Contrato Blindado (Golden Parachute), ContraOPA de alguna filial, promesa de dividendo, venta de activos valiosos, etc...

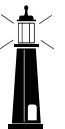
### 4.3. Exclusión de Cotización en Bolsa



La exclusión del mercado de valores consiste en que la empresa lo abandona y sus acciones dejan de cotizarse. Para ello es preciso presentar una Oferta Pública de Exclusión (OPE) que debe extenderse a todas las acciones afectadas, así como a las obligaciones convertibles y opciones que den derecho a la adquisición de acciones. El precio a pagar debe ser como mínimo el valor contable de las acciones, o la cotización media del último trimestre o el de una OPA anterior, si se hubiera lanzado en el último año.

Entre las razones para excluir un valor de Bolsa se encuentran:

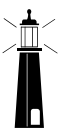
- **Reestructuración empresarial.** Durante un tiempo los resultados no van a ser favorables, el valor puede deprimirse en Bolsa y ser objeto de especulación o adquisición por terceros.
- **Evitar la presentación de información periódica,** que además tiene una serie de costes administrativos muy altos (Ej: Exclusión de las empresas europeas de las Bolsas americanas).
- **Caso de adquisición por sociedades de capital riesgo o private equity,** LBOs y MBOs que pretenden una gestión privada que mejore la situación de la empresa para venderla después.
- **Caso de incumplimiento con la normativa de la Bolsa** (número de socios, frecuencia de cotización, volumen, obligación de información, etc.)



### 4.4. Desdoblamiento y Agrupación de Acciones

Un desdoblamiento (*split*) permite a las compañías multiplicar por N el número de acciones en circulación. No existe pago alguno de los accionistas por ello. Los objetivos de un split son:

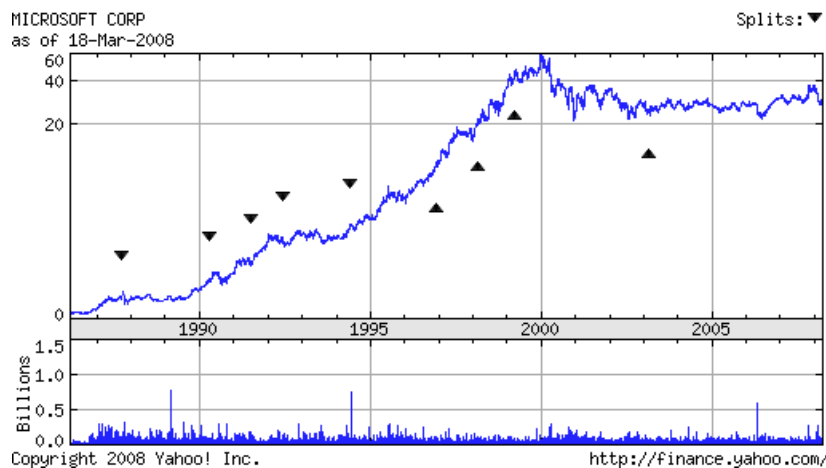
- Incrementar la liquidez de la acción en el mercado debido al menor precio.
- Enviar un mensaje de confianza a los accionistas sobre el futuro de la acción.
- Efecto psicológico de acciones baratas frente a acciones caras.



Una agrupación o contrasplit (*countersplit*) se hace para reducir la volatilidad de la cotización. Por ejemplo acciones en las que una variación de 1 céntimo de Euro puede suponer un alto porcentaje de su precio de cotización.

- Eurodisney (2005) Precio Acción: 0.11 €. Variación diaria +/- 0.01 € equivalente a 9%.
- Jazztel (2008). Precio Acción: 0,20 €. Variación diaria mínima +/- 5%. Un contrasplit de 10 por 1 dividiría el número de acciones por 10 y multiplicaría su precio unitario por el mismo múltiplo.

A continuación se muestra el caso de Microsoft, en cuyo gráfico se pueden apreciar las veces que ha realizado splits 2x1 a lo largo de su vida. Caso de no haber realizado los 9 splits, la acción cotizaría ahora a 18 veces su precio, es decir estaría cerca de los 800 \$ en lugar de los 40-50 \$ actuales, que psicológicamente resulta un precio unitario más aceptable al pequeño accionista



### Inditex se desinfla tras subir un 2% tras ejecutar un 'split'

El Economista. 28/07/2014

Inditex ha llegado a subir más del 2% tras empezar a cotizar las nuevas acciones del 'split' de cinco títulos nuevos por cada uno antiguo a un precio de 22 euros, frente al precio anterior de 111 euros. Finalmente, ha cerrado con un avance del 0,87%, hasta los 22,49 euros. En concreto, las acciones del grupo distribución han llegado a repuntar un 2,15% a las 9.01 horas y se intercambiaban a un precio de 22,76 euros.

Inditex ha comenzado este lunes la contratación bursátil de las nuevas acciones después de aprobarse en junta un 'split' de cinco títulos nuevos por cada uno antiguo con el objetivo de dar más liquidez a la cotización de la acción. Con esta medida, la firma pretende aproximar el precio de cotización unitario de la acción a niveles más en línea con los habituales en las Bolsas españolas y otros mercados internacionales, sin que dicha reducción del valor nominal afecte a la estructura de recursos propios de Inditex.

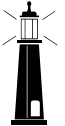
El desdoblamiento de acciones en la proporción de cinco nuevas por una antigua, que no supone variación de la cifra de capital social, se llevará cabo mediante la reducción del valor nominal unitario de los títulos de 0,15 euros a 0,03 euros por acción.

En consecuencia, el capital social de la sociedad, de 93,49 millones de euros, representado en la actualidad por 623,33 millones de acciones ordinarias de 15 céntimos de euro de valor nominal cada una, pasará a estar representado por 3.116,6 millones de acciones ordinarias de tres céntimos de euro de valor nominal cada una.

## 4.5. La recompra de acciones (Share Buyback)

La recompra de acciones requiere autorización del Consejo de Administración, quien fija los límites en cuanto a cantidad y precio de la misma. En general, una recompra se realiza por alguna de las siguientes razones:

- Incrementar el beneficio por acción, a base de reducir el denominador del beneficio por acción BPA (Beneficio Neto / Número de Acciones)
- Lanzar al mercado un mensaje de confianza en la propia empresa.
- Revalorizar la cotización de las propias acciones, bien como remuneración al accionista, bien como estrategia de adquisición pagando con acciones.
- Evitar la dilución del bpa, contrarrestando el efecto de los *warrants* (opciones sobre acciones) puestas en circulación, sobre todo para compensar a ejecutivos y empleados.
- Compensar al accionista de una forma fiscalmente favorable, dado que a diferencia del dividendo, que paga impuestos al abonarse, la revalorización debida a la recompra no tributa hasta tanto no se vendan las acciones.



*Las formas de recompra pueden ser:*

- En la Bolsa a precios de mercado. Es la forma más habitual.
- A través de OPA a un precio determinado, por encima del precio de mercado y por una cantidad específica.
- Mediante negociación directa con un accionista determinado.



La firma News Corp., propiedad de Rupert Murdoch se segrega en dos compañías de cara a la sucesión y posterior asignación a sus hijos. Ante la menor dimensión de las nuevas compañías y la posibilidad de que entren accionistas “no deseados”, en sus estatutos establecen una forma de “píldora venenosa”. Esta consiste en permitir a la compañía ampliar capital emitiendo títulos a cualquiera de los accionistas existentes por un precio del 50% de su cotización de mercado, cualquier nuevo inversor quisiera adquirir más del 15% de la empresa.

Es un ejemplo de segregación de empresas y a la vez de mecanismos de protección ante tomas hostiles.

## 5 . CAPITAL RIESGO Y FINANCIACIÓN APALANCADA

### 5.1. Funcionamiento del Capital Riesgo

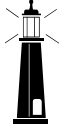
El Capital Riesgo, en inglés Venture Capital (VC), nace en Estados Unidos tras la Segunda Guerra Mundial con objeto de proveer financiación a nuevos emprendedores. Uno de los primeros fondos AMRD, invirtió en una compañía de tecnología llamada Digital Equipment Corporation, que nació por entonces, y que como se sabe, tuvo gran éxito en la década de los años 70 y 80 hasta ser adquirida por Compaq, quien posteriormente fue comprada por HP. Digital fue por tanto una de las primeras grandes compañías que nació de la mano del Capital Riesgo.

El sector no experimenta grandes crecimientos hasta que en 1978 se permite a los fondos de pensiones americanos invertir una parte en fondos de Capital Riesgo, lo que hace que comience a fluir el dinero hacia ahí. Por último, la compra apalancada de RJR Nabisco por KKR (Kohlberg, Kravis and Roberts) en 1989, dada su dimensión, no superada hasta 2006,

marcó un antes y un después de las compras apalancadas, y a partir de ahí la expansión tanto del VC como del PE fue exponencial, hasta llegar a representar más de un 25% del total mundial de las operaciones de compra-venta de empresas realizadas en 2006.

El Capital Riesgo invierte en las distintas fases del nacimiento y desarrollo de una empresa. En función de la fase en la que invierte, se clasifica en:

- **Semilla (Seed)** - La aportación de fondos es anterior a la producción y distribución.
- **Arranque (Start-Up)** - Empresas nuevas al inicio de la producción, que aún no han entrado en beneficios.
- **Expansión** - Empresas que precisan financiación para crecer a un mayor ritmo por nuevos productos, mercados. Menor riesgo y mayor volumen.



Cuando invierte en empresas con un grado de madurez mayor se le denomina **Private Equity**.

### 5.1.1. Formas Legales de las Entidades de Capital Riesgo



- **Sociedad de Capital Riesgo (SCR)**

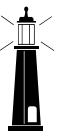
Se trata de una Sociedad Anónima que invierte sus propios recursos en una cartera de participaciones minoritarias en distintas compañías. Incrementa sus recursos mediante ampliaciones de capital

- **Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGCER)**

Es un “*Partnership*” que puede adoptar cualquier forma de constitución legal y cuyo objeto es la creación y gestión de fondos bien de capital variable, bien fondos cerrados.

### 5.1.2. Proceso de gestión

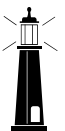
- Cierre de fondos.
  - Selección de inversiones.
  - Seguimiento de la inversión mediante presencia en el Consejo de Administración de la empresa participada.
  - Desinversión de acuerdo a criterios de rentabilidad y negocio.
- 
- Los recursos se captan mediante colocaciones privadas entre inversores institucionales, privados, públicos, empresas o particulares.
  - Cada fondo funciona de acuerdo a un reglamento. Los fondistas asumen compromisos máximos de inversión, pero no desembolsan hasta que se invierte. Por tanto, no hay “dinero parado”.
  - Vida limitada del fondo: 8-12 años



- Las desinversiones, netas de comisiones y gastos, suelen reintegrarse a los fondistas en el momento en que se efectúan.
- Como consecuencia de lo anterior, el capital desembolsado suele ser significativamente inferior al comprometido.
- Las desinversiones se hacen por venta a terceros, colocación en Bolsa (IPO) o reventa a otra Entidad de Capital Riesgo (Secondary Buy-Out) en lo que se denomina mercado de segunda mano.

### 5.1.3. beneficios de la sociedad gestora

- Tarifa de gestión anual (2-3%), que primeramente se gira sobre el nominal y posteriormente (a partir del 5º año aprox.) sobre la cartera viva.
- Participación en plusvalías (en torno al 20%), una vez que los flujos de caja netos (desinversiones - inversiones) son positivos.
- El cálculo se realiza desde el inicio de la vida del fondo.
- Si no existe compensación por el coste de oportunidad de los recursos (*hurdle rate*), el reparto de plusvalías se hace desde que los fondistas recuperan el dinero (reciben lo que aportaron).
- En caso de existir *hurdle* (0-8%) se capitalizan las aportaciones a dicha tasa, y se descuentan de las desinversiones.
- Una vez superado el *hurdle rate*, cualquier plusvalía adicional se repartiría entre fondistas e inversores en la proporción indicada en 2.



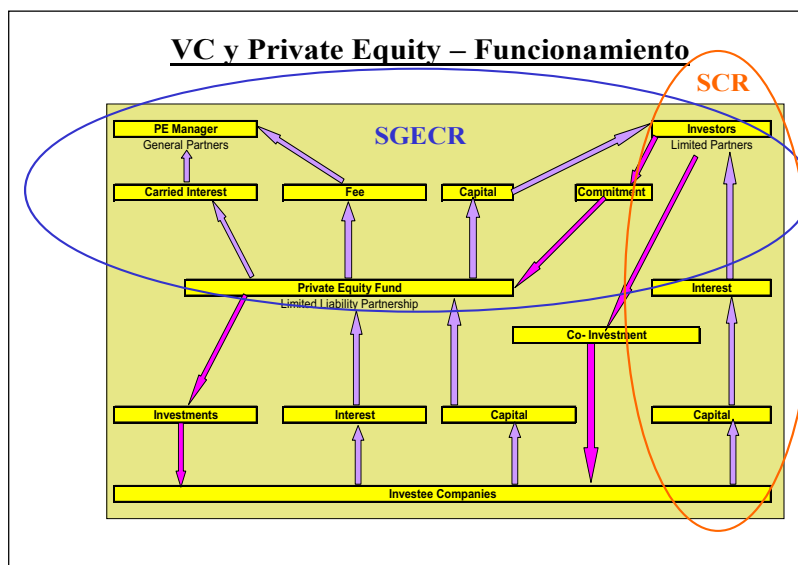
En el siguiente ejemplo se ilustra el funcionamiento de los flujos de caja. Asumiendo que el fondo tiene las características que se indican en la parte superior izquierda del cuadro, y que las inversiones y desinversiones son las reflejadas ahí tanto en número como en valor, observamos lo siguiente:



Fondo: 100 Millones  
Inversiones: 8 Millones por inversión  
Desinversiones: Valor de Mercado  
Hurdle Rate: 5% - Comisión de Gestión: 2% - Participación en Plusvalías: 20%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TOTAL
<b>Inversiones</b>										
Número	2	1	1	3	4					11
Valor	(16,0)	(8,0)	(8,0)	(24,0)	(32,0)					(88,0)
Comisión de Gestión	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(1,4)	(1,3)	(1,0)	(0,3)	(14,0)
<b>Total Salidas de Caja</b>	<b>(18,0)</b>	<b>(10,0)</b>	<b>(10,0)</b>	<b>(26,0)</b>	<b>(34,0)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(102,0)</b>
<b>Desinversiones</b>										
Número		1			1	1	3	3	2	11
Valor		4,0			15,0	12,0	71,0	84,0	31,5	217,5
<b>Total Entradas de Caja</b>	<b>0,0</b>	<b>4,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>15,0</b>	<b>12,0</b>	<b>71,0</b>	<b>84,0</b>	<b>31,5</b>	<b>217,5</b>
Saldo Anual de Caja	(18,0)	(6,0)	(10,0)	(26,0)	(19,0)	10,6	69,7	83,0	31,2	
<b>Saldo Acumulado</b>	<b>(18,0)</b>	<b>(24,0)</b>	<b>(34,0)</b>	<b>(60,0)</b>	<b>(79,0)</b>	<b>(68,4)</b>	<b>1,3</b>	<b>84,3</b>	<b>115,5</b>	
Saldo Acumulado Capitalizado	(18,0)	(24,9)	(36,1)	(64,0)	(86,1)	(79,9)	(14,2)	68,2	102,7	
Participación en Plusvalías SGEGR								16,6	6,2	
<b>Flujos Netos Fondistas</b>	<b>(18,0)</b>	<b>(6,0)</b>	<b>(10,0)</b>	<b>(26,0)</b>	<b>(19,0)</b>	<b>10,6</b>	<b>69,7</b>	<b>66,4</b>	<b>24,9</b>	
<b>TIR</b>	<b>18,9%</b>									

- 1- Las comisiones de la SGEGR (2%) se calculan sobre el total del fondo (100 Millones) al comienzo de la vida del mismo, hasta que empieza a haber desinversiones, donde se realizan sobre el saldo pendiente.
- 2- El saldo de caja es la diferencia entre inversiones y desinversiones.
- 3- El saldo acumulado de caja es la suma de saldos anteriores, cada uno de ellos capitalizado al 5% anual (hurdle rate) . Es decir, el de hace 3 años estará multiplicado por el factor  $1,05^3$ , el de hace dos por  $1,05^2$  y así sucesivamente.
- 4- La participación en plusvalías de la SGEGR, se produce una vez que el saldo acumulado capitalizado al 5% comienza a ser positivo y de ahí percibe el 25% en este caso (es lo que se conoce como *carried interest*).
- 5- El flujo neto para los fondistas es la suma directa de salidas y entradas de caja con su signo en cada uno de los años. La TIR es el rendimiento que obtienen una vez descontadas las comisiones y el *carried interest* de la SGEGR.



En resumen, el funcionamiento de una Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGEGR) y de una Sociedad de Capital Riesgo es la que aparece en el siguiente cuadro, donde las flechas indican la dirección de los flujos de caja.



#### 5.1.4. Business Angels



Los “Business Angels” son inversores privados, con mucha experiencia en un sector, que aportan su propio dinero, invirtiendo en fases iniciales generalmente con fuerte componente tecnológico y en zonas próximas a su lugar de residencia. Además del dinero aportan sus conocimientos.

Los importes invertidos suelen ser inferiores a los del VC. Están dispuestos a entrar en etapas más tempranas de la vida de una empresa (a veces son previos al VC). Generalmente aceptan un menor análisis inicial, una menor rentabilidad y no están tan pendientes de la desinversión como el VC.

Es un sector en crecimiento. De hecho, en algunos países (Reino Unido) supera incluso al VC institucional, siendo la principal fuente de financiación para empresas nacientes.

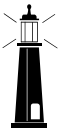
Muchas de las grandes firmas americanas que hoy conocemos han nacido de la mano del Capital Riesgo en sus diferentes modalidades. Como ejemplo el de Amazon que se cita a continuación

	PRECIO/ACCIÓN	FECHA	RONDA DE FINANCIACIÓN
	0.001 \$	1994 Jul.-Nov. 94	<b>Fundadores</b> Jeff Bezos funda Amazon.com: invierte 10.000 \$ y pide un préstamo de 44,000\$
		1995 Feb.-Jul. 95	<b>Business Angels</b> Dos inversores privados aportan un total de 54.408 \$
	0.1287-0.3333 \$	Ag.-Dic. 95	<b>Familia</b> Los padres del fundador invierten 245,500 \$
	0.3333 \$	1996 Dic. 95-Mayo 96	<b>Sindicato de inversores privados</b> 20 inversores privados invierten 46,850\$ cada uno de media. En total 937.000 \$
	0.3333 \$	Mayo 96	<b>Familia</b> Los hermanos del fundador invierten 20.000 \$
	0.23417 \$	Junio 96	<b>Venture Capitalists</b> Dos fondos de venture capital invierten cerca de 8 millones de \$
	0.18 \$	1997 Mayo	<b>Salida a bolsa</b> 3 millones de acciones por un valor de 49,1 millones de \$

## 5.2. Adquisiciones apalancadas

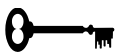
### 5.2.1. Terminología

- LBO - Leveraged Buy Out - Compra apalancada de una empresa.
- LBU - Levaraged Build Up- Utiliza el endeudamiento para una serie consecutiva de adquisiciones.
- MBO - Management Buyout - Compra apalancada por los directivos de la propia empresa
- MBI - Management Buy In - Compra por un grupo de directivos de una empresa ajena, generalmente del sector.
- BIMBO - Buy In Management Buy Out- Combinación de Buy In y Buy Out



### 5.2.2. Proceso de una compra apalancada

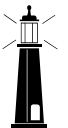
El endeudamiento utilizado en las adquisiciones es similar al de la compra de un piso por un particular, donde la garantía de pago al banco es el activo inmobiliario y no el resto del patrimonio del individuo. De forma similar, en la compra apalancada de una empresa, la garantía son los activos de la propia empresa adquirida. Es decir, no es el Private Equity quien se endeuda sino la empresa adquirida por aquél.



El proceso para realizar la compra pasa por la creación de una nueva compañía (NewCo) en cuyo accionariado participan mayoritariamente los compradores y ocasionalmente el banco de inversión. El activo de la compañía lo constituye el dinero líquido para realizar la adquisición. La NewCo contiene el volumen de deuda deseado (generalmente varias veces el valor de los fondos propios), en cuya estructuración participan los bancos de inversión, comerciales y otros prestamistas. Una vez que la NewCo está constituida, ésta adquiere la empresa objetivo y posteriormente se fusionan ambas, de forma que la empresa resultante queda con la propia deuda de la NewCo. La fusión es muy importante porque es la forma de garantizar que los flujos de caja generados por la empresa adquirida se apliquen a dar servicio a la deuda, de otra forma habría que hacerlo a partir de pago de dividendos a la NewCo u otras formas fiscalmente menos viables.

Dado que la empresa a comprar va a quedar apalancada con la deuda inicial, el tipo de empresas objetivo de este tipo de adquisiciones debe cumplir unos requisitos en cuanto a estructura de balance, salvo que se quiera añadir riesgo sobre riesgo, lo cual comprometería el futuro de la misma. Entre dichos requisitos se encuentran los siguientes:

- Flujos de Caja consistentes y estables
- Empresa con crecimiento estable sin sobresaltos
- Posibilidad de reducir costes
- Bajo endeudamiento previo al LBO
- Posibilidad de vender activos.



Como puede apreciarse, todos ellos están encaminados a la generación de fondos para pagar la deuda, que generalmente será de varios tipos. Las dos grandes clasificaciones son:

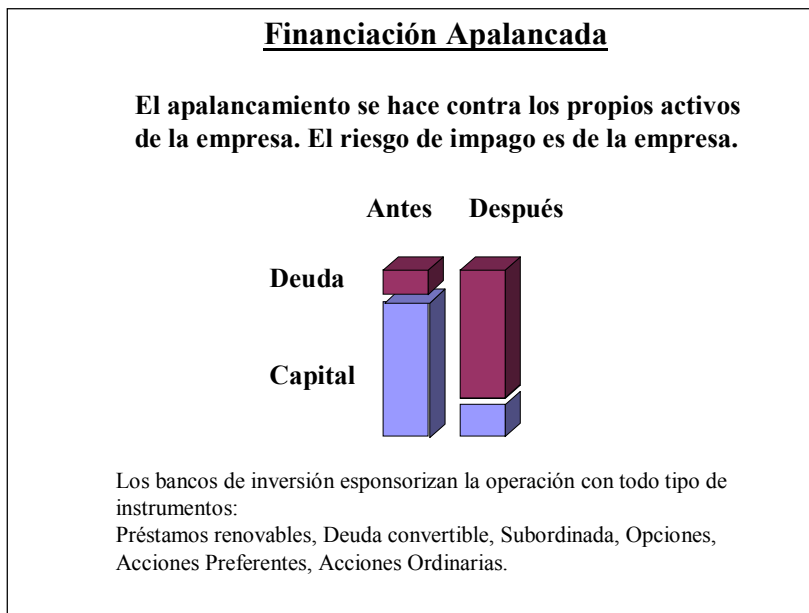
- **Deuda Principal** (50% de un LBO). Tiene prioridad a la hora del cobro. Puede ser avalada por activos (*secured*) o no.
- **Deuda Subordinada**. Mezzanine o de entresuelo.

El monto y plazo de la deuda principal asegurada dependerá de los activos que la avalan. El monto del préstamo será alrededor de un 80% de su valor. Para garantías sobre circulante estaría sobre el 60-70% de su valor. Normalmente la deuda tendrá cláusulas de protección referidas a:

- Activos. Derechos del prestamista sobre los mismos
- Dividendos. Restricción en el reparto.
- Financiación adicional. Cantidad límite de deuda adicional.
- Ratios financieros
- Vinculación

El tipo de interés a pagar dependerá mucho del tipo de cliente obviamente, pero en general estará en Euribor + (3-5) puntos, con una comisión de apertura de entre 0,5-1,0%.

El siguiente cuadro puede servir como resumen de lo anterior:



La rentabilidad del *Private Equity* en este tipo de operaciones se basa en 3 tipos de palanca:

- Rentabilidad por mejoras en los parámetros de rendimiento operativo (EBITDA, EBIT o Flujo de Caja) de las compañías adquiridas. Esta se entiende es por su intervención en la gestión de la empresa adquirida.
- Rentabilidad por utilización, estructuración y posterior amortización de deuda en las transacciones.
- Rentabilidad por diferencia de múltiplos de valoración entre la adquisición y la posterior desinversión.

Mientras que durante el ciclo expansivo estas tres palancas funcionan, cuando no fluye el crédito como en la pasada crisis y la Bolsa se desploma, al *Private Equity* solo le queda la primera palanca para sobrevivir... Y algunos no lo consiguen (ver Panrico a continuación)

ELPAÍS 6 de julio de 2010

**Apax entrega Panrico a la banca en pago de parte de las deudas**

La aventura del capital riesgo en el mundo del Donut ha acabado en manos de la banca acreedora. Como muchas otras operaciones surgidas al calor del *boom* económico. Apax Partners, que en 2005 protagonizó una de esas sonoras operaciones de inversión del momento con la compra de Panrico, compañía que se valoró en 900 millones de euros, entregará la propiedad de la empresa a las entidades financieras como forma de pago de parte de las deudas.

La empresa fabricante del Donut y del Bollycao lleva meses renegociando 605 millones de euros de deuda con más de un centenar de entidades financieras, entre las que figuran ING, Caja Madrid y La Caixa, y cuya cabeza visible es una sociedad llamada Houlihan Lokey. Con el acuerdo, que esperan formalizar en la segunda mitad de julio, la deuda baja a los 305 millones y el plazo de devolución se alarga dos años, hasta finales de 2015. Además, la banca inyecta 30 millones adicionales para acometer planes de inversión y de acción comercial. El servicio de la deuda -importe destinado al pago de intereses y amortizaciones- pasará de 54 a 26 millones.

Aparte de la deuda de 605 millones, se realiza una ampliación de capital de 288 millones para convertir los actuales créditos participativos en fondos propios. Fuentes de Panrico rehusaron concretar a quién pertenecen esos préstamos participativos y remitieron al fondo Apax Partners, que rechazó pronunciarse. El fondo planeaba un importante plan de expansión para la firma tras la compra en 2005, que pasaba por toda una serie de adquisiciones que engordasen las ventas desde los 566 millones de euros facturados en 2005 a los 1.000 millones en 2010. El objetivo final pasaba por la salida a Bolsa.

Pero la realidad ha resultado bien distinta. Los últimos resultados de la compañía, de 2008, arrojaron unas pérdidas de 5,8 millones con una facturación de 645,5 millones de euros. Tres años después de la compra, en 2008, Panrico realizó su única adquisición: compró la galletera Ariatch, al grupo Kraft, que hizo necesaria una línea de crédito de 30 millones. Sí hubo desinversiones de varios inmuebles a lo largo de los años, como la sede que tenía en la ciudad de Barcelona, los edificios de las fábricas de Madrid, Valladolid, Murcia y Córdoba, así como sus fábricas de China y Grecia.

En 2008, unos préstamos participativos concedidos por Apax en 2008 por valor de 179,5 millones de euros permitieron situar el patrimonio neto en 81,3 millones de euros, ya que la ley permite considerar los préstamos participativos como patrimonio contable a efectos mercantiles.

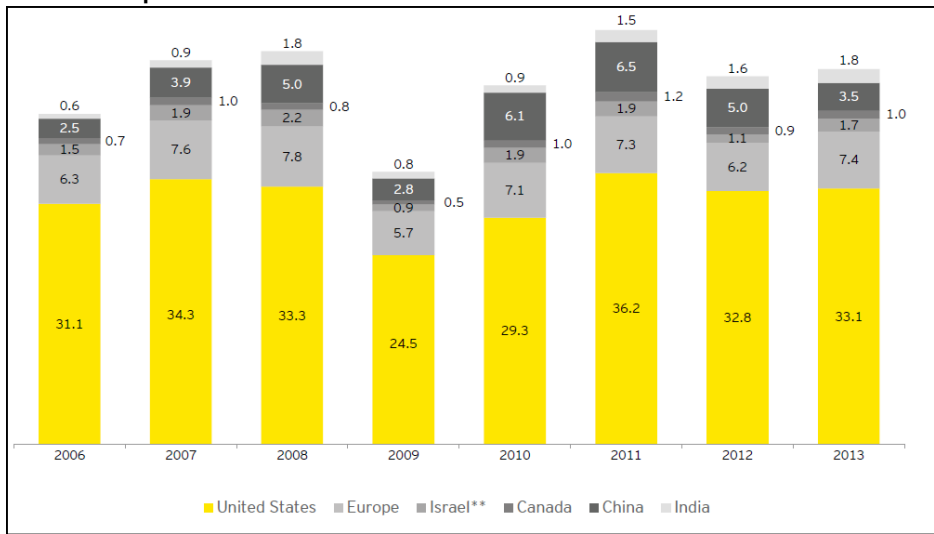
### 5.3. El Capital Riesgo en el mundo

Las estadísticas de la industria del Capital Riesgo generalmente diferencian el puro *Venture Capital*, es decir aquél que participa en empresas en los estadios iniciales de su desarrollo, del *Private Equity* o *Buyouts* (compras apalancadas) que, como se ha visto, es aquél que toma empresas en estadios maduros, utilizando fuertes volúmenes de deuda para la adquisición.



Estados Unidos es con gran diferencia el primer actor del Capital Riesgo en el mundo con 290 MM \$ captados, frente a Europa, una potencia con un PIB similar, pero con sólo 131 MM \$ levantados en fondos. Ente ambos copan más del 75% de los fondos captados en el mundo. Esta proporción se incrementa en lo que es inversión en las fases iniciales (*Venture Capital*), con 48,3 MM \$ invertidos en EEUU frente a \$10 MM en Europa.

**Venture Capital. Fondos Invertidos**



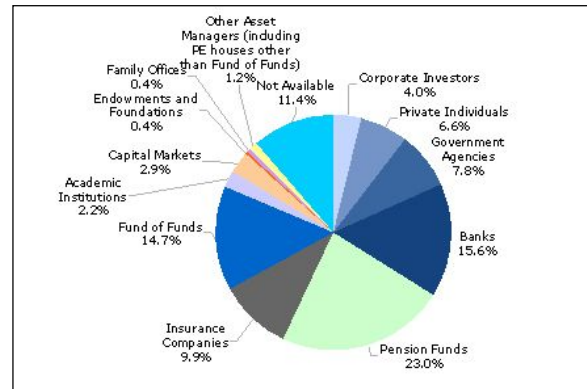
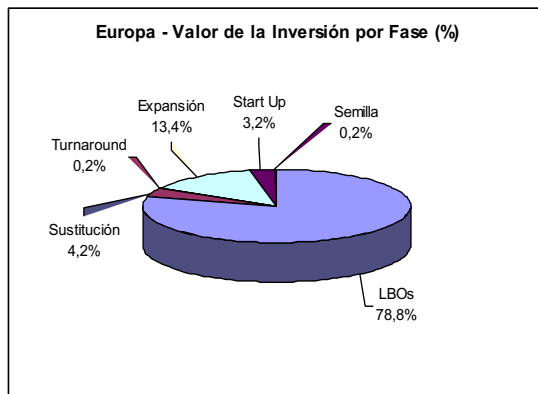
La rentabilidad de los fondos medida como TIR media de los últimos 5 años, ha sufrido grandes fluctuaciones, desde el pico de rentabilidad de 2000 provocado por la burbuja de las dot.com hasta la resaca posterior que ha visto rentabilidades negativas, sobre todo en el puro VC que es el que más sufrió con la crisis de 2001-2003 al perderse muchas de las start-ups a las que financió. Eso hace que cuando se incluyen estos años las rentabilidades (TIRs) se conviertan en negativas.



Llama la atención asimismo como en Estados Unidos, si bien las rentabilidades de Private Equity son superiores a las de Venture Capital, su diferencial no es tan alto como en Europa. Esta puede ser la razón por la cual el diferencial entre América y Europa es superior en las fases iniciales de la empresa, lo cual es un hándicap para los emprendedores del Viejo Continente. Debe tenerse en cuenta igualmente que las TIRs de EEUU sobre todo en los últimos 5 años, tienen que ver con el largo período de bajos tipos de interés y la facilidad crediticia que se ha producido allí y no en Europa, donde la política monetaria apenas lleva dos años de relajamiento.

Fund stage	Region	1-year IRR	3-year IRR	5-year IRR	10-year IRR
Venture capital	Europe	11,12	2,04	-1,13	-0,52
	US	5,87	8,56	3,61	2,95
Buyout	Europe	16,10	11,69	2,48	10,85
	US	12,66	14,81	7,42	8,45
Private Equity	Europe	15,02	9,17	1,64	8,09
	US	11,18	13,44	7,03	7,39

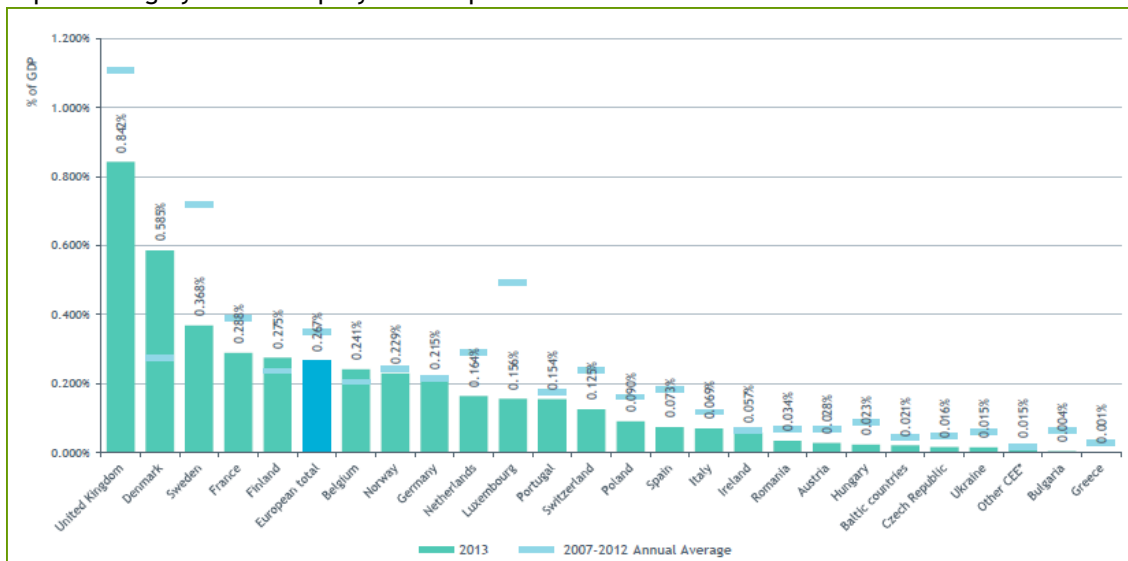
El volumen de inversión en Europa así como la procedencia de los fondos puede apreciarse en los dos siguientes gráficos, que efectivamente ratifican que casi el 75% de la inversión se realiza en compras apalancadas (Private Equity) frente a apenas un 3,5% en semilla y arranque.



Tipo de Inversiones en Europa y Origen de Fondos Captados. Fuente: EVCA y ASCRI

Aunque dos tercios de las operaciones de captación de fondos tienen lugar en Londres como capital financiera de Europa, sin embargo el origen de los mismos tiene diversas procedencias, siendo mayoritariamente americanos y británicos. La inversión se dirige a países con gran tradición empresarial a pesar de su mediana dimensión como son Dinamarca, Suecia, Finlandia, Noruega y Holanda, que junto a lo grandes, Francia y Alemania, conforman los países que proporcionalmente más dinero dedican a esta actividad.

**Capital Riesgo y Private Equity en Europa. Inversión como % del PIB**

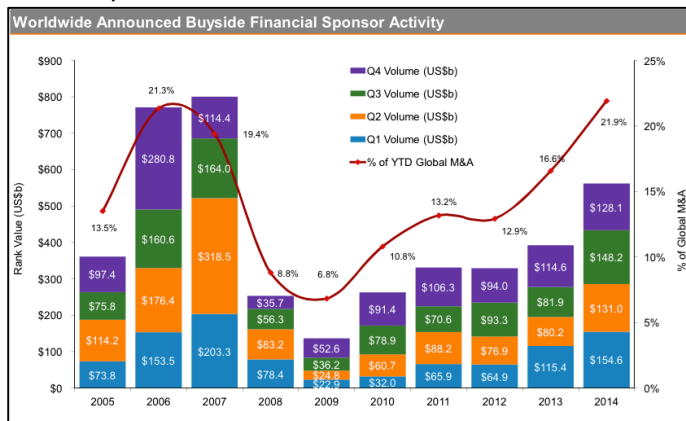


Fuente: EVCA

Centrándose en el Private Equity, su inicio se produjo con la mayor operación apalancada de los años 80, que fue la adquisición de RJR Nabisco por KKR, y que sólo fue superada 18 años después, figurando aún en el quinto puesto de las mayores compras apalancadas de todos los tiempos. El ranking lo lidera BCE, la mayor compañía canadiense de telefonía, seguida por Texas Utilities, una gran eléctrica, que en su momento pujó por Hidrocantábrico en España y que fue adquirida por 44,5 B\$ (3% del PIB de España, como referencia) por KKR y dos socios más. Como puede verse todas, excepto la última son adquisiciones en Estados Unidos.

Año	Empresa Adquirida	Valor US \$ B	Compradores	Comentario
2007	BCE	\$ 51,5	Providence, Madison	La mayor compañía canadiense de telefonía
2006	TXU	\$ 44,5	KKR, TPG, Goldman	Renombrada a Energy Future Holdings
2007	Equity Office Property Trust	\$ 38,9	Blackstone	La puja por su compra subió el precio \$ 3B
2006	Hospital Corp. Of America	\$ 32,7	Bain, KKR, Merrill	Sólo \$5,5 B Capital, el resto Deuda
1989	RJR Nabisco	\$ 31,1	KKR	Primer gran LBO
2006	Harrah's Entertainment	\$ 27,4	Apollo, Texas Pacific	Pagado un 35% de prima sobre cotización
2006	Clear Channel Communications	\$ 35,7	Bain, Thomas Lee	
2006	Kinder Morgan	\$ 21,6	Carlyle, Riverstone, Goldman	
2006	Freescale Semiconductor	\$ 17,6	Blackstone, Carlyle, Permira	Primer gran LBO de Permira (RU) en USA
2006	Albertson's	\$ 17,4	Cerberus	
2005	Hertz	\$ 15,0	Carlyle, Clayton, Merrill	Adquirida a Ford y sacada a Bolsa en 1 año
2005	TDC	\$ 13,9	Apax, Blackstone, KKR, Permira	Mayor LBO en Europa a la fecha

La falta de liquidez en los mercados financieros que provocó una seria ralentización de la actividad de M&A desde el 2008, afectó con mucha mayor virulencia a la actividad de Private Equity, al estar basada enteramente en la deuda. Solo a partir de 2011 en Estados Unidos y de 2014 en Europa, la actividad volvió a recuperarse de nuevo, volviendo a alcanzar en 2015 los niveles pre crisis.



A este respecto, también debe apuntarse el hecho de que, dado que las inversiones se realizan a mucho menor precio, los fondos captados durante las crisis económicas son los que se demuestran más rentables. Así los fondos captados durante la última crisis (2001, 2002 y 2003) resultaron ser los más rentables de los últimos 20 años: 33%, 29% y 31% respectivamente.



Refiriéndose a España, la actividad de Private Equity fue muy significativa en los años alcistas: Amadeus, Cortefiel, Recoletos, Parques Reunidos, Occidental Hotels, Avanza, Viajes Iberia, Ono, etc., firmas de reconocida trayectoria que fueron objeto de *buyouts*. Si bien al comienzo de la crisis, las entidades de Capital Riesgo aguantaron la desaceleración, incluso aumentaron en número (en 2009 pasaron de 179 a 185), a partir de 2011 la caída fue continuada, volviéndose a reactivar en 2013 y 2014.

A finales de ese año en España operaban 218 sociedades de Capital Riesgo.

- 108 gestionaban fondos por encima de € 150 M
- 48 gestionaban fondos entre € 50 M y € 150 M
- 62 gestionaban fondos < € 50 M

- Las ECRs internacionales eran las más grandes
- Número de profesionales del sector ~ 800
- Período medio para cerrar un fondo: 16,5 meses (2014)



Los recursos captados en 2014 alcanzaron los 4.208 M € con un crecimiento del 88% respecto al 2013. El 72% de los fondos proviene del exterior.

En relación al PIB, los fondos captados supusieron un 0,46 % del PIB (cerca de 2007), y más en el entorno de la media europea.

La inversión en 2014: 3.465,3 M€ (+ 45%) compara con una desinversión de 4.768,7 M€, (+178%), que se distribuyó en 580 operaciones, de las cuales: Reconocimiento de minusvalías (6%), Recompra accionistas originales (4%) y Venta a terceros y (61%).

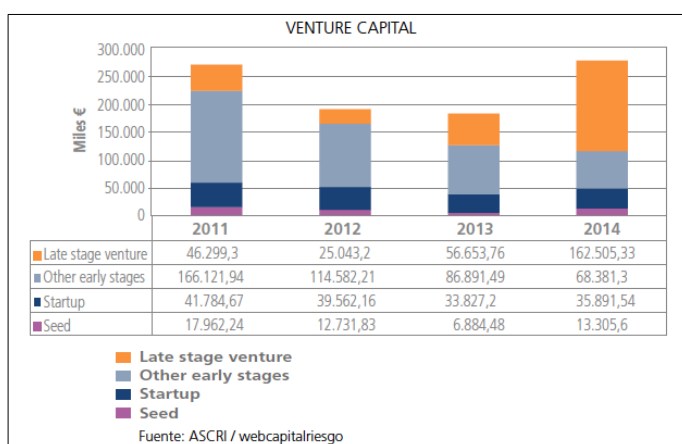
Los principales sectores y empresas en las que se invirtió fueron los siguientes:

**Productos de consumo: 21,5 %** - Desigual, Deoleo, Petrocorner, La Sirena o Adveo,  
**Hostelería y Ocio: 12,6%** - Port Aventura y Telepizza  
**Medicina/Salud :11,5%** - IDC, Quirón, Geriatros y Lenitudes  
**Productos y Servicios Industriales : 13,8%** - Grupo Alfonso Gallardo, Savera, Aernnova o Industrias Doltz.

Las principales desinversiones por venta a terceros fueron las siguientes:

Cunext Copper ( Corpfin Capital)  
 Mivisa (N+1 Mercapital, Blackstone)  
 Inaer (Investindustrial y KKR)  
 Everis (3i, Hutton Collins, Landon)  
 Derprosa (3i, Baring Private Equity)  
 Masmóvil (Caser CR, Inveready Tech Investment Group)  
 (Garnica Plywood Qualitas Equity Partners)  
 Ono-Auna (SCH Desarrollo)  
 Xanit (Dinamia),  
 Zena Group (CVC)

El total de fondos gestionados superó los €25.134M, de los cuales la inversión extranjera suponía el 62,8% del total.



Referente al Venture Capital puro, de las 580 operaciones de inversión realizadas, 473 fueron en pymes de menos de 100 empleados, la mayoría financiadas por Entidades de Capital Riesgo nacionales. El 70% con una inversión inferior a 1 M €; un 19% entre 1 y 5 M € y solo 3,6% por encima de 25 M €

*Capital Riesgo. Inversión por fase. Volumen de inversiones y desinversiones. Fuente ASCRI/Web Capitalriesgo*

Como bien puede verse, la asignatura pendiente del Capital Riesgo en España se encuentra en las fases iniciales de Semilla y Arranque, que no suponen más allá del 15% del total de VC (5% de VC y PE juntos).

Aun cuando, observada en conjunto (ciclo alcista y bajista) puede afirmarse que comparativamente con la década de los 90, la actividad de Capital Riesgo ha avanzado significativamente en España, sin embargo todavía existe un diferencial significativo con los países más avanzados en esta industria, Reino Unido, Suecia, Holanda o Israel. Este último país es un caso singular de desarrollo vertiginoso:

- En 1993 el gobierno israelí creó un fondo de fondos de \$ 100 M con los mayores VC extranjeros, limitando su participación al 40%. 5 años más tarde los socios de los VC adquirieron su participación al gobierno y muchos VC israelíes nacieron de ahí.
- Hoy, Israel es el 3º país de Europa (?) por inversión en VC, detrás de Reino Unido y Francia con casi € 800M de inversión en 2006.
- En los últimos 15 años, Rafael, el fabricante de armas israelí (\$760 M, 4.600 empleados), ha transferido partes de la propiedad intelectual a empresas privadas. Desde entonces se han creado 15 empresas en microelectrónica, comunicaciones por satélite y aparatos médicos, algunas de ellas cotizadas. Israel es el país extranjero con mayor número de empresas cotizadas en Nasdaq.



Más información sobre el caso de Israel puede obtenerse en el siguiente link:



[http://www.ico.es/web/ico\\_newsletter/entrevista-a-ehud-levy](http://www.ico.es/web/ico_newsletter/entrevista-a-ehud-levy)

EXPANSIÓN 09-06-2016

### **Récord de financiación para las ‘start up’ españolas**

Las start up españolas recibieron una cifra récord de 659 millones de euros en financiación en 2015, un 83% más que el año anterior, según datos de la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (Ascri). Un total de 200 inversores participaron en 1.527 operaciones. Las entidades especializadas en venture capital canalizaron el 81% de la inversión y, las instituciones públicas, el 14%. El resto se distribuye entre business angels, plataformas de crowdfunding y otros mecanismos.

La financiación de start up es parte del venture capital, y éste a su vez, junto a inversiones mayores (private equity) constituye el sector del capital privado en España. En 2014, el sector ya confirmó que había dejado atrás la crisis, iniciando un nuevo ciclo de actividad.

Así, en 2015, se ha consolidado la recuperación. El pasado año, se captaron 3.359 millones como nuevos fondos, de los que 1.725 millones corresponden a la aplicación de fondos internacionales a sus inversiones, 1.481 millones fueron captados por operadores nacionales privados y, el resto (153 millones), por operadores nacionales públicos.

El volumen de inversión se quedó en el umbral de los 3.000 millones, repartidos entre 657 inversiones (un 15,5% menos en volumen, pero un 23% más en número de inversiones).

## 6. ÉXITO Y FRACASO DE LAS ADQUISICIONES

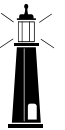


Existen múltiples datos que nos deben hacer reflexionar acerca de la conveniencia de las operaciones de compraventa de empresas:

- Diversos estudios demuestran que entre el 50% y el 80% de las adquisiciones fracasan. El ritmo de crecimiento y resultados de la empresa compradora se ralentizan.
- La prima que se paga por una adquisición (como media entre un 10 a un 35% del valor de mercado anterior al anuncio), en muchas ocasiones no se llega a recuperar y el accionista pierde a largo plazo.
- En casi 2/3 de las ocasiones, la cotización de la empresa compradora cae tras el anuncio de adquisición, y un año después aún sigue siendo negativa respecto al índice.

Entre las múltiples causas de fracaso de las adquisiciones, se pueden destacar las siguientes:

1. Causas Externas. Inherentes al ciclo económico y al entorno político y regulatorio
2. Razones de tipo estratégico
3. Errores en el desarrollo del proceso de adquisición (asesores, due diligence, poison pills, etc..)
4. Razones ligadas a la valoración y precio de la adquisición, y fallos en la integración.



### 6.1. Causas Externas

- El ciclo económico. Las adquisiciones siguen al ciclo económico. La integración de una adquisición requiere un tiempo para asimilar la nueva empresa y para realizar los cambios organizativos necesarios de modo que ambas funcionen juntas, plenamente integradas. Todo este proceso se lleva a cabo mejor con viento favorable, que en condiciones económicas adversas; por eso, las adquisiciones realizadas al final del ciclo alcista, donde el mercado va a empezar a decaer o a entrar en crisis directamente, añaden incertidumbres e incrementan el riesgo de fracaso (Martinsa - Fadesa)
- El entorno político y la regulación de competencia. Las fusiones nacionales y transnacionales en contra de la voluntad de los gobiernos son arriesgadas. Baste pensar en el caso de Argentina o Venezuela, donde una corriente de opinión contraria a estos procesos lleva a generar pérdidas o a vender de vuelta la propia empresa adquirida (Marsans- Aerolíneas), (Santander- Banco Provincial).. Los gobiernos en general tienen resortes de poder (regulación de tarifas, impuestos especiales...) que pueden llegar a estrangular la cuenta de resultados de una empresa que no está respondiendo a lo que ellos consideran son los intereses económicos de su país. En Europa tampoco se hacen adquisiciones en contra de la voluntad decidida de los gobiernos (Santander -San Paolo, Santander- Societé Générale, Aventis-Novartis, etc..)



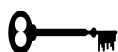
## 6.2. Razones de tipo estratégico

Si bien todas las causas de fracaso de un modo u otro vienen a ser estratégicas, nos referimos aquí a aquellas directamente ligadas a la “razón estratégica” por la que se realizó la adquisición. En la siguiente tabla se detallan los riesgos más frecuentes asociados a cada uno de los motivos de compra. Por ejemplo, si lo que se ha querido comprar con la nueva empresa son nuevos productos, los riesgo más comunes vienen derivados del hecho de que se sobrevaloran las sinergias de venta (se piensa que todos los vendedores son capaces de vender los nuevos productos) o de coste (se minoran los costes de integración de las cadenas de producción, etc..). En el caso de una adquisición internacional, una de las causas más frecuentes de fracaso es la falta del conocimiento del medio. Por eso en muchas ocasiones (véase la expansión de los bancos españoles en México o en Brasil) se empieza comprando pequeñas participaciones para ir conociendo de cerca el mercado en el que se quiere entrar y después se va ampliando; o bien, finalmente, se realiza la adquisición de una empresa distinta. BBVA entró en México a través de Probusa, pero la base posterior de su expansión fue la adquisición de Bancomer, el segundo mayor banco del país.

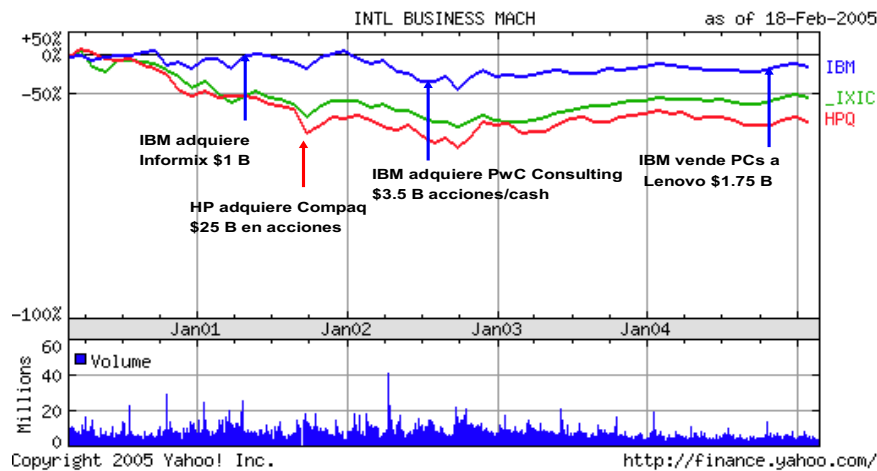
Riesgo Qué Compra	Valor Sinergias	Conocimiento del medio	Retención	Integración
Nuevos Productos	X			X
Tecnología/R&D	X			X
Capital Humano			X	X
Expansión Geográfica		X		
Diversificación	X	X		
Nuevos Canales	X	X		
Clientes	X		X	



En el ejemplo sobre el sector informático, la estrategia ganadora fue la de aquellas empresas que tendieron a la especialización (Intel, Microsoft, Cisco) y se enfocaron a obtener mayores márgenes frente a mayor crecimiento (Mainframes, Storage, Software y Servicios). (EMC/Documentun) (Novell/SuSe Linux), y por otra parte compañías que realizaron pequeñas adquisiciones en comparación con su tamaño (IBM/Lotus/Informix..)

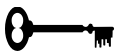


Los perdedores fueron empresas que se decidieron a aumentar su facturación a costa de entrar en sectores de menor margen (HP al adquirir Compaq) y empresas que fueron a “megadeals” grandes fusiones con dudosas sinergias (Cap Gemini/E&Y, Olivetti/Wang..). En el gráfico a continuación se muestra cómo Hewlett Packard perdió 2/3 de su valor, comparada con IBM, a raíz de la adquisición de Compaq, mientras que IBM apenas sufrió en su cotización por las pequeñas adquisiciones (en relación a su tamaño) que fue realizando a lo largo del período.



### 6.3. Causas ligadas al proceso de adquisición

Aquellas derivadas de la propia liturgia que conlleva un proceso como éste, en el que intervienen asesores legales, fiscales, auditores, etc.. y que en muchas ocasiones hace que se tienda a cerrar la operación a toda costa, bien por premura de tiempo, bien porque una vez que tanta gente se “ha subido al barco” es difícil desembarcar sin resultado alguno. Debe mantenerse siempre el control de los asesores, de forma que la decisión final permanezca en manos de la empresa que realiza la operación, que es quién finalmente será responsable del resultado de la misma.



El proceso de adquisición debe llevar su ritmo, un apresuramiento innecesario o una ralentización superior a lo habitual suele acabar dañando a ambas empresas. Tres ideas que deben considerarse de cara al ritmo de la compra:

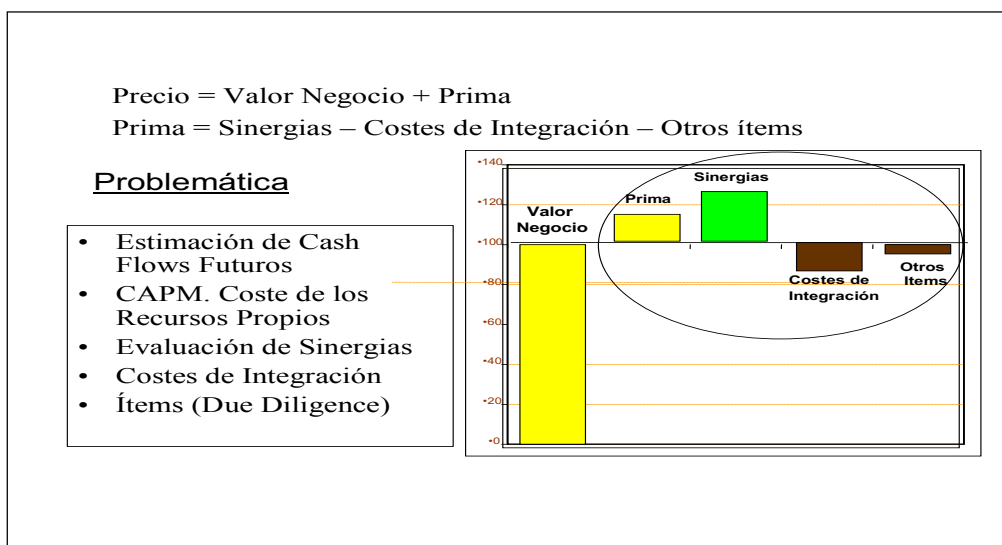
- Los asesores externos generalmente tienen interés en que se consuma la adquisición, por consumo de tiempo o porque sus fees están en función del éxito. Los conflictos de intereses aún existen (Fairness opinion emitida por el mismo banco asesor) y deben ser considerados a la hora de elegir los asesores.
- OPAs hostiles son más difíciles y deterioran el proceso (Endesa).
- Un estancamiento del proceso tiene fuertes implicaciones negativas en el personal, clientes y valor de ambas empresas.

## 6.4. Razones económicas ligadas a la valoración y a la rentabilidad de la adquisición

El pago de un sobreprecio por la compra de otra empresa es un lastre que, dependiendo de su dimensión, puede llegar a poner en peligro a la propia entidad que adquiere. Como se ha visto, el precio que se paga depende de una correcta valoración del negocio a comprar considerado como ente independiente, más el valor actual de las sinergias que se van a producir al integrarlo en el nuestro. Por tanto, la prima que se pague sobre el valor intrínseco (*standalone*) del negocio no debe ser superior al valor de dichas sinergias menos los costes de integración y (+/-) otros ítems que puedan afectar al valor, tales como los encontrados en la *due diligence* u otros con impacto sobre los flujos de caja futuros.



Cuando el inversor es puramente financiero, dichas sinergias no se producen, puesto que generalmente no hay integración con otro negocio, y teóricamente la prima que podría pagarse sería menor; sin embargo este inversor compensa dichos beneficios por el menor coste medio ponderado del capital WACC, influenciado por el peso de la deuda a un coste muy inferior a los recursos propios. Es decir, el fuerte apalancamiento contribuye a bajar el WACC (la tasa de descuento) que hace que, aunque el riesgo sea mayor, la valoración pueda ser más alta. Por tanto, a la hora de competir en precio, mientras el comprador del sector se basa en el valor de las sinergias, el inversor financiero lo hace en el mayor o menor coste de la deuda y en el volumen de la misma para financiar la operación.

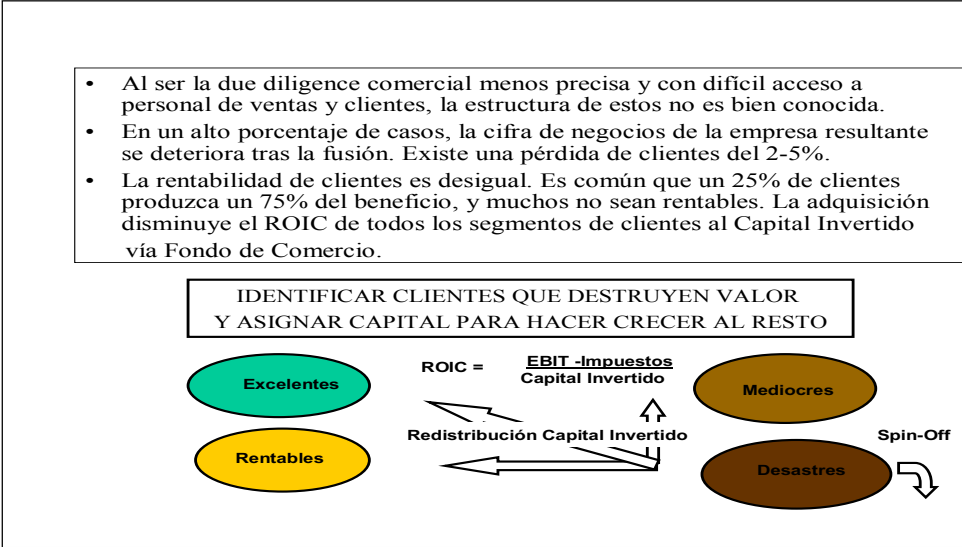


Una vez adquirida la empresa, no basta con integrarla, sino que deben analizarse bien todos los aspectos a los que, por una causa u otra, no se ha tenido acceso antes de la adquisición y, que aunque se intuían, una vez dentro pueden evaluarse con certeza. Uno de los más importantes es comprobar qué áreas son las más rentables de la empresa y cuáles no contribuyen a crear valor, desde el punto de vista de nuestros accionistas.

Habitualmente nos encontraremos con que la actividad de la empresa no es uniforme, siendo común encontrar relaciones 70/30 o incluso 80/20; es decir que el 30% de los productos o los clientes contribuye al 70% del beneficio. En ese caso, deben tomarse decisiones sobre el porcentaje de negocio restante que no está contribuyendo de forma suficiente al nivel de rentabilidad requerido por los accionistas. Estas decisiones pueden llevar incluso a la segregación para la posterior venta a terceros de esa parte de la empresa. Es muy común ver como ciertas empresas multinacionales, antes de abandonar determinadas áreas de negocio,

las venden a sus propios empleados, ya que lo que para una estructura de costes elevada (multinacional) puede ser poco rentable, para una estructura liviana (autogestión de los empleados) puede ser beneficiosa, evitando además costosos despidos.

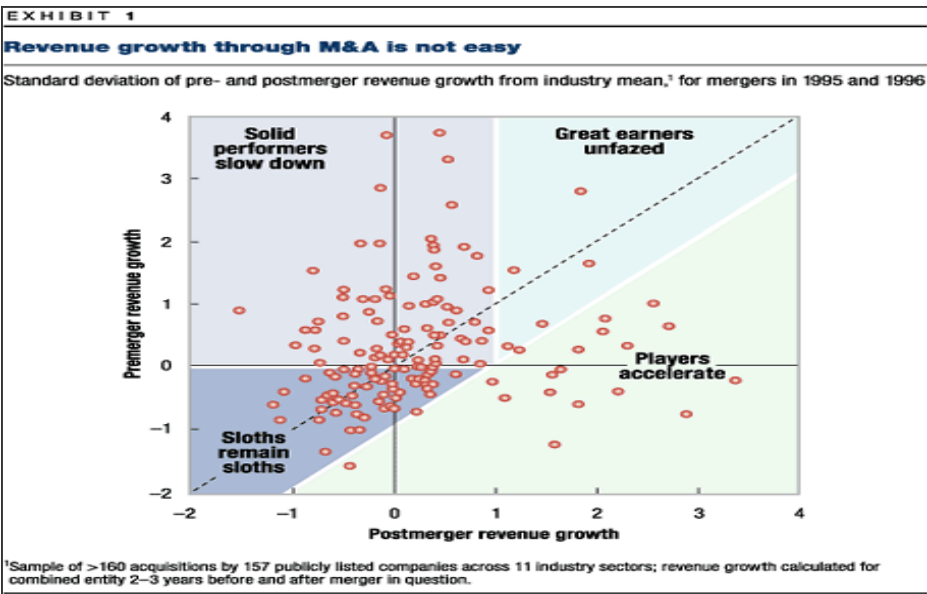
Resumiendo:



**6.5. Conclusiones**



Según un estudio de Mckinsey de 2002, **El 70% de compañías no alcanzan las sinergias de ventas planificadas antes de la fusión**, y sólo un 12% crece a un ritmo superior a sus homólogos al cabo de 3 años. Como puede observarse en el gráfico, son más las empresas que antes de la fusión crecían (cuadrante superior izquierdo) y después entran en crecimiento negativo tras la fusión, que aquellas que al contrario, antes de la fusión estaban estancadas y debido a una adquisición comienzan a crecer (cuadrante inferior derecho)



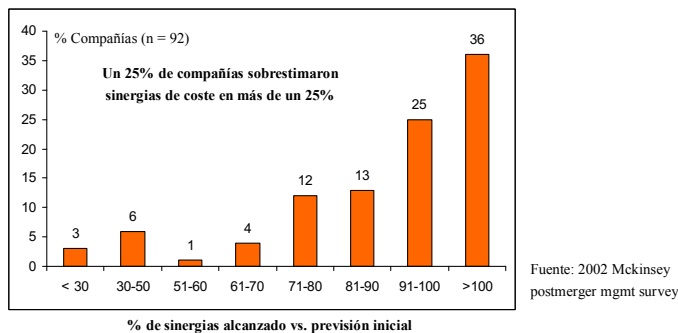
Las razones como ya se ha apuntado son múltiples. En numerosas ocasiones las sinergias se sobrevaloran por un exceso de optimismo de la dirección que no se contrasta con los niveles inferiores. Esto es hasta cierto punto lógico en una adquisición puesto que la naturaleza confidencial del proceso hace que sólo la cúpula de la empresa comprada esté al tanto de la operación y, al final, es su opinión la que ha pesado a la hora de proyectar ventas futuras. Debe tenerse en cuenta que, si los costes de producción no cambian, para mantener el beneficio proyectado, un 1% de menor crecimiento en facturación puede forzar a tener que realizar una reducción de gastos muy significativa tras la integración



Igualmente es habitual sobreestimar las sinergias de costes porque se tienden a minimizar los costes de integración, los riesgos que finalmente dan lugar a provisiones en el balance y otros ítems de menor calado, que es posible que hayan pasado desapercibidos en el proceso de due diligence. En otras ocasiones, se han planteado reducciones de plantilla por redundancias en los puestos de ambas empresas, compradora y adquirida, pero que por diversos motivos no se ejecutan en el tiempo previsto sino que se agotan los plazos, lo que hace que el coste esté en la cuenta de resultados por un período mayor al previsto inicialmente cuando se planificaron las sinergias.

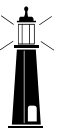
➤ Problemas para alcanzar las sinergias de costes previstas en la adquisición:

- Visión vertical (Top-down) no contrastada con otra Bottom.Up.
- Timing – Las reducciones se planifican uniformes a lo largo de un período. La realidad suele dejarlas para última hora
- Tendencia a minimizar los costes one-time.



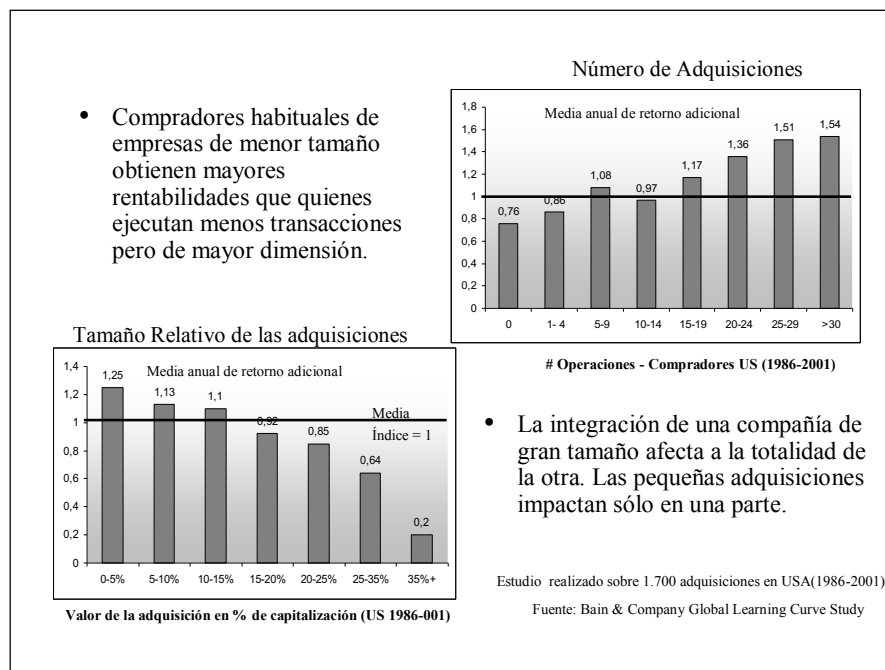
Otros errores comunes, aparte de la sobrevaloración de las sinergias son los siguientes:

- Integrar funciones sin integrar sistemas de información (IT).
- Carencia de programas específicos para retener al personal clave. Según estudios, hasta un 47% del senior management de una compañía adquirida abandonan antes de 1 año, y hasta un 72% en 3 años.
- Alta inestabilidad de clientes en medio del proceso (Ej: 8% de clientes de una sucursal cerrada cambian de banco)
- Culturas empresariales divergentes (comprador y adquirido) o de países diferentes pueden ser obstáculos insalvables a posteriori de la fusión.





- El excesivo consumo de recursos y atención del management en el proceso de integración hace que se pierdan oportunidades de negocio.
- El tamaño importa a la hora de integrar. Un estudio de la consultora Bain sobre 1700 adquisiciones concluyó que (1) aquellas empresas que compraban otras habitualmente obtuvieron mayor rentabilidad que los compradores esporádicos y (2) que el tamaño relativo de la empresa adquirida respecto a la compradora tenía un impacto significativo en la rentabilidad futura de ambas integradas. A mayor diferencia de tamaño, mayores posibilidades de éxito. En otras palabras, las fusiones de empresas de similar tamaño tienen más posibilidades de fracasar.



### Conclusiones (Resumen)



- Las grandes fusiones (*megadeals*) sólo son eficientes cuando refuerzan significativamente la posición competitiva o permiten un salto cualitativo en la forma de hacer negocio.
- El proceso de M&A debe ser dirigido desde dentro, orientando y controlando a los asesores externos. Ha de ser activo, no reactivo a sus recomendaciones.
- Existe una tendencia a maximizar sinergias y minimizar costes de integración, que incrementa la prima y destruye valor para el accionista.
- El proceso de integración requiere planificación y un equipo especializado que evite la distracción del *management* de sus objetivos de negocio.
- Las adquisiciones deben enfocarse sobre todo a desarrollar las fortalezas de la empresa e incrementar la cifra de negocios, más que a la pura reducción de costes. Pequeñas adquisiciones a menudo, mejor que grandes ocasionalmente.

## GLOSARIO DE TÉRMINOS:

**Acciones Ordinarias.** Valores que representan la propiedad de una empresa y no tienen prioridad sobre otras acciones.

**Acciones Preferentes.** Aquellas que tienen ciertos privilegios. Financieramente remuneran al tenedor con un dividendo fijo siempre que la empresa pueda repartirlo.

**Apalancamiento.** Endeudamiento. Llamado así por el efecto palanca que la deuda puede ejercer sobre la rentabilidad de la empresa.

**BIMBO.** Buy In Management Buy Out. Compra apalancada de una empresa por directivos propios y externos.

**BPA.** Beneficio por Acción. Resultado Neto / Num. Acciones.

**Capitalización.** Valor de mercado de las acciones de una empresa.

**DPA.** Dividendo por Acción. Monto del dividendo por cada acción.

**Due Diligence.** Proceso de revisión de una empresa, de cara a una adquisición o por otros propósitos.

**EBIT.** Resultado antes de Intereses e Impuestos.

**EBITDA.** Resultado antes de Intereses, Impuestos y Amortizaciones de Inmovilizado.

**Equity Carve Out.** Segregación de una parte de la empresa, mediante la venta de activos a terceros.

**EVA® Economic Value Added.** Valor Económico Añadido. Ratio que mide la creación de Valor, de acuerdo a la metodología establecida por Stern y Steuart.

**IRR.** Internal Rate of Return. Tasa Interna de Retorno (TIR)

**Kdat.** Es el coste de la deuda después de impuestos. Es igual al coste nominal de la deuda multiplicado por uno menos la tasa del impuesto de sociedades.

**Kdbt.** Coste nominal de la deuda. Intereses pagados sobre la deuda bancaria o TIR actual de las obligaciones emitidas por la empresa.

**Ke.** Coste de las acciones para la empresa, que es igual al rendimiento esperado por los accionistas.

**LBO.** Leveraged Buy Out. Compra apalancada de una empresa.

**LBU.** Levergae Build Up. Compra apalancada de un grupo de empresas del mismo sector.

**M&A.** Merger and Acquisitions. Fusiones y Adquisiciones (F yA)

**MBI.** Management Buy In. Compra apalancada de una empresa por directivos ajenos, generalmente del mismo sector de actividad.

**MBO.** Management Buyout o compra apalancada de la empresa por los directivos de la misma.

**NPV.** Net Present Value. Valor Actual Neto (VAN)

**OPA.** Oferta Pública de Adquisición sobre una empresa cotizada. Puede ser amistosa cuando se ha convenido con el Consejo de Administración u hostil, cuando sin contar con este último, se dirige directamente a los accionistas.

**Payout.** % del Resultado neto repartido como dividendo.

**PER.** Ratio Precio/Beneficio. El número de veces que el beneficio está contenido en el precio de la acción.

**Rentabilidad por Dividendo (Dividend Yield).** El rendimiento en % que el accionista obtiene vía dividendo.  $\text{Dividendo anual} / \text{Precio Actual de la Acción}$ .

**Private Equity.** Capital de Inversión. Entidades que a través de fondos invierten en empresas consolidadas a través de compras apalancadas.

**ROA.** Return on Assets. Ratio de rentabilidad sobre la inversión en Activos.  $\text{Resultado Neto} / \text{Activos Totales}$ .

**ROE.** Return on Equity. Ratio de rentabilidad sobre el Patrimonio Neto de la empresa.  $\text{Resultado Neto} / \text{Patrimonio Neto}$ .

**ROIC.** Return on Invested Capital. Ratio de rentabilidad sobre el Capital Invertido.  $(\text{EBIT} - \text{Impuestos}) / (\text{Capitalización} + \text{Deuda})$

**Share BuyBack.** Recompra de acciones por parte de una empresa.

**Valor de Negocio (EV).** Incluye el Valor de las acciones y la Deuda, y es igual al valor presente de todos los flujos de caja libre proyectados.

**Valor Contable de la Empresa.** Es el Valor en Libros de la Empresa. Activo Total menos Pasivo Exigible. Suele coincidir con el Patrimonio Neto.

**Valor Nominal de las Acciones.** Es el valor facial de las acciones. Multiplicándolo por el número de acciones se obtiene el Capital Social.

**Valor de Mercado de las Acciones.** Capitalización de la Empresa. En términos unitarios, el precio de una acción en Bolsa.

**Payback.** Período de recuperación de una inversión.

**Valor Residual (RV).** Es el valor presente de los flujos de caja posteriores a los períodos proyectados (Ej, si se proyectan 5 años, el RV comprendería desde el 6 al infinito).

**Venture Capital.** Capital Riesgo. Entidades que, generalmente a través de fondos, invierten en empresas al comienzo de su actividad.

**Spin Off.** Segregación de una parte de la empresa mediante la constitución de una nueva sociedad con accionistas de la empresa principal (de aquella de quien se segrega).

**WACC.** Weighted Average Cost of Capital. Coste del Capital Medio Ponderado. Es el coste promedio de los recursos financieros de la empresa (acciones y deuda).

**YTM.** Yield to Maturity. Es la TIR del bono; su rendimiento.

## REFERENCIAS:

1. David Harding and Sam Rovit - Building Deals on Bedrock - Harvard Business Review - September 2004
2. Larry Selden and Geoffrey Colvin - M&A Needn't Be a Loser's Game - Harvard Business Review - June 2003
3. Scott A. Christofferson, Robert McNish - Where mergers go wrong -The Mckinsey Quarterly, 2004 Number 2
4. Matthias Bekier, Anna Bogardus, Tim Oldham - Why mergers fail - The Mckinsey Quarterly, 2001 Number 4
5. Nancy Hubbard - Caveat emptor: a rule for the new deal - Financial Times - August 24, 2004
6. The Lex Column - Counting the cost - Financial Times - March 24, 2003
7. ASCRII. Informes Capital Riesgo 2008-2014
8. ThomsonReuters M&A League Tables. 2008-2014
9. Fernández, Pablo (2013). Valoración de Empresas (2ª Edición)
10. Mascareñas, Juan (2011). Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas (5ª edición)
11. Sirower, Mark - The Synergy Trap - Free Press 1997
12. Vedpuriswar AV - Managing risks in mergers & acquisitions - The ICFI Journal of Mgmt Research - May 2003
13. Vegas, Avelino A. - La Internacionalización de las grandes firmas españolas a través de adquisiciones (2015)