

Noticias Jurídicas

Artículos Doctrinales: Mercantil



El retorno de los leveraged buyouts tras la crisis financiera: un análisis de la tipología y de las partes intervinientes (y II)

María Enciso Alonso-Muñumer y Antonio Serrano Acitores.

Profesora Titular de Derecho Mercantil en la Universidad Rey Juan Carlos, Profesor Doctor de Derecho Mercantil en la Universidad Rey Juan Carlos, Socio de Antonio Serrano Alberca Abogados, respectivamente.

marzo de 2015

Sumario[1]:

5. Los sujetos intervinientes en las adquisiciones apalancadas

5.1. Los compradores. En especial, los patrocinadores financieros

5.2. Los vendedores y los procedimientos de venta

5.3. Las entidades financiadoras

5.4. Los directivos y el papel de los asesores profesionales

6. Conclusiones

7. Bibliografía

5. Los sujetos intervinientes en las adquisiciones apalancadas

Entre las diferentes características que hemos enumerado para describir el LBO, merece especial atención la multiplicidad de sujetos que intervienen en este tipo de operaciones. Sobre este aspecto en particular trataremos a continuación.

5.1. Los compradores. En especial, los patrocinadores financieros

Desde el punto de vista de la parte compradora, este tipo de operaciones frecuentemente son protagonizadas por patrocinadores financieros (también conocidos en el argot como inversores financieros, promotores financieros o en inglés como *financial sponsors*), en particular, por fondos de *private equity*, aunque no necesariamente, existiendo también ejemplos, de operaciones promovidas por inversores industriales[2].

De este modo, la operación estará normalmente dirigida por uno o dos ejecutivos del patrocinador financiero que tendrán una función esencial en las negociaciones relacionadas con todos los elementos del negocio.

Asimismo, y tal y como hemos visto, en función de la modalidad de LBO ante la que nos enfrentemos podemos encontrar como parte compradora a otro tipo de inversores como pueden ser los directivos (bien de la propia Sociedad *Target*, o bien un nuevo equipo de directivos configurado *ad hoc*) e incluso los propios empleados de la Sociedad *Target*.

Los patrocinadores financieros son generalmente entidades de *private equity* que obtienen fondos de una variedad de fuentes, incluidos fondos de pensiones, bancos, compañías de seguros, personas físicas y agencias gubernamentales. Invierten dichos fondos en nombre de aquellos inversores en participaciones de control en compañías que desarrollan negocios maduros y que pueden estar o no cotizando en un mercado de valores.

Un patrocinador financiero esperará generar un retorno de su inversión de entre un 15 y un 25 %^[3] y para ello emplean una gama de diferentes técnicas, entre las que se incluyen:

- (i) La mejora de la rentabilidad del negocio (mediante la mejora de los términos comerciales con proveedores, la reducción de plantilla y el incremento de la eficiencia de los empleados).
- (ii) La expansión de las ventas o la redefinición de la estrategia.
- (iii) La combinación de la Sociedad *Target* con otras compañías de la cartera del patrocinador financiero para obtener sinergias de crecimiento.
- (iv) La venta de activos no esenciales.

Sin embargo, la técnica más importante que emplean los patrocinadores financieros para aumentar el retorno de su inversión es la maximización del importe de financiación de deuda y la minimización del importe a aportar de fondos propios para adquirir la Sociedad *Target*, es decir, intentan generar el efecto apalancamiento y que, en síntesis, consiste en incrementar la rentabilidad de los fondos propios incorporando más financiación ajena a la empresa.

Por otra parte, y como venimos viendo a lo largo de todo el presente trabajo, para el patrocinador financiero es fundamental poder rentabilizar su inversión en la Sociedad *Target* dentro de un plazo adecuado de tiempo tras la adquisición, materializando de una manera clara las plusvalías que generan.

Tradicionalmente, los patrocinadores financieros tratan de lograr una salida completa de la Sociedad *Target* durante los tres o cinco años siguientes a la adquisición, ya sea mediante la salida a bolsa de la Sociedad *Target* o mediante la venta de la misma a un comprador comercial u otro patrocinador financiero. Antes (o en lugar de) una salida completa, los patrocinadores financieros tratarán también de rentabilizar su inversión mediante una recapitalización del negocio o a través de la venta de algunos de los activos no fundamentales de la empresa^[4].

Finalmente, no queremos dejar de mencionar que cada vez es más frecuente que los patrocinadores financieros aúnen sus fuerzas formando consorcios a la hora de adquirir una Sociedad *Target* concreta. Ello les permite embarcarse en operaciones mucho mayores, ya que, por un lado, les será más fácil obtener financiación ajena y, por otro, en conjunto podrán realizar mayores aportaciones de fondos propios para la ejecución de la adquisición^[5].

Asimismo, también es cada vez más frecuente que los patrocinadores financieros aúnen sus fuerzas con inversores comerciales o industriales a fin de aprovechar su *know-how* y de lograr sinergias con sus negocios.

5.2. Los vendedores y los procedimientos de venta

Desde el punto de vista de los vendedores, podemos distinguir los siguientes tipos:

- (i) Grandes corporaciones (cotizadas o no) que venden una o más de sus divisiones no fundamentales a un patrocinador financiero (quien dirigirá dichas divisiones de manera independiente como empresa individual).
- (ii) Patrocinadores financieros que venden una empresa en cartera adquirida mediante una adquisición apalancada a otro patrocinador financiero a fin de lograr una salida (operación que ya hemos visto y que es conocida como SBO).

(iii) Socios fundadores de grandes empresas que buscan vender dicho negocio en su totalidad a un patrocinador financiero a fin de materializar su riqueza (práctica común en Alemania, en donde muchas empresas relativamente grandes permanecen en manos privadas).

(iv) Socios de sociedades familiares que como consecuencia de dificultades en el relevo generacional de la cadena de mando optan por vender, consiguiendo así un evento de liquidez y repartiendo la riqueza obtenida entre las ramas familiares en conflicto (ejemplo común de lo que ha estado ocurriendo en España, donde la mayoría de las PYMES -y en consecuencia, la mayoría de las empresas que forman el tejido empresarial español- son sociedades familiares) [6].

Por otra parte, conviene recordar que determinadas operaciones de LBO presentarán matices adicionales desde la perspectiva vendedora. Por ejemplo:

(i) Operaciones de MBO: en estos casos, la venta de la Sociedad Target puede ser inspirada o provocada por el equipo directivo que gestiona la misma mediante un acercamiento a sus correspondientes propietarios con una solicitud de compra respaldada por un patrocinador financiero. Es más, en un mercado de vendedores, dicho enfoque podría incitar al propietario de la empresa a celebrar una subasta.

(ii) Operaciones de public to private: un patrocinador financiero puede querer adquirir una sociedad cotizada para después excluirla de cotización. En tales circunstancias, el acercamiento inicial del patrocinador financiero se hará al consejo de administración de la compañía cotizada, por ser este quien gestiona la Sociedad Target.

Dicho consejo de administración realizará una recomendación a los accionistas sobre si deben o no aceptar la oferta y vender sus acciones. En este sentido, se ha de tener presente que los patrocinadores financieros, normalmente son reticentes a llevar a cabo ofertas que sean consideradas hostiles (es decir, no recomendadas por el consejo).

(iii) Reinversión del vendedor: existen ocasiones en las que el vendedor sigue confiando en su sociedad. Por ello, puede tratar de maximizar el precio principal recibido por una Sociedad Target reinvertiendo una parte del mismo en el nuevo proyecto y siguiendo en contacto con su antigua empresa, generalmente, adquiriendo participaciones de Newco, convirtiéndose así en compañero de viaje del patrocinador financiero y, en su caso, de los directivos y demás co-inversores que participen en la operación.

Finalmente, se ha de tener presente que la venta de la Sociedad Target supondrá generalmente un proceso lleno de complejidad tanto documental como técnica. A mayor abundamiento, más allá de la libertad de pactos concedida por el art. 1255 del CC, no existe un marco normativo que regule el proceso de adquisición apalancada de una empresa.

Sin embargo, como suele ser habitual en estas situaciones, la práctica de esta clase de operaciones ha derivado en dos tipos de procedimiento bastante estandarizados: el procedimiento *one-to-one* y el procedimiento de subasta privada o *beauty contest*.

Si bien el estudio de estos procedimientos excede del propósito de este trabajo, no queremos dejar de apuntar, al menos, algunas notas características. Así, el procedimiento *one-to-one* es aquel en que el comprador y el vendedor o vendedores negocian de forma directa (y, generalmente, en condiciones de exclusividad para el comprador) la compra de la Sociedad Target.

Por lo que se refiere al procedimiento de subasta privada, generalmente, el vendedor (incluidos los patrocinadores financieros en aquellos casos en que venden una empresa que tienen en cartera) contratarán a un banco de inversión para que organice un proceso de subasta en su nombre a fin de generar interés en dicho negocio, maximizar los ingresos procedentes de la venta y asegurarse de que la Sociedad Target sea vendida en el horizonte temporal deseado por el vendedor.

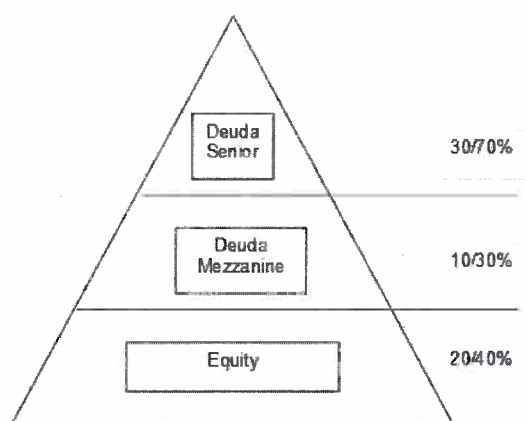
Tales procesos de subasta pueden ser muy intensos, con numerosos patrocinadores financieros compitiendo duramente por adquirir la misma Sociedad *Target*[7]. Normalmente, el vendedor celebrará dos o tres rondas de pujas y tratará de mantener la tensión competitiva hasta la fecha misma del contrato de compraventa al no conceder exclusividad a ningún patrocinador financiero concreto durante dicho proceso. Ello da lugar a una considerable carga de trabajo para los patrocinadores financieros y a las entidades financiadoras de cada uno de ellos (así como a sus letrados y demás asesores).

5.3. Las entidades financiadoras

Puede haber adquisición de empresas sin financiación ajena, pero no puede haber operación de LBO sin financiación ajena. En efecto, una característica fundamental de un LBO es la necesidad de que una gran parte de la adquisición se financie con deuda. De este modo, las entidades financiadoras (también conocidas como proveedores de deuda) devienen parte esencial de la operación.

Así, en las adquisiciones apalancadas de empresas se emplean diversos productos para proporcionar la financiación de la deuda, siendo la deuda principal o *senior*, la deuda *second lien*, la deuda *mezzanine* y la financiación puente (hacia posteriores operaciones en mercados de capital) los productos con los que se opera más a menudo.

En efecto, según se refleja en el gráfico siguiente, la estructura financiera de un LBO típico en España consistiría en un 20-40% de fondos propios (*equity*), un 30-70% de deuda bancaria preferente (*senior*) y un 10-30% de deuda subordinada (*mezzanine*)[8].



El hecho de representar a los diferentes financiadores en distintos escalones de una pirámide no es casual sino que lo que se pretende reflejar con ello es otra de las características de los LBOs: la jerarquización de la deuda, el hecho de que unos financiadores tienen preferencia sobre otros a la hora de recuperar las cantidades aportadas en la operación, junto con los rendimientos que en cada caso correspondan[9].

La existencia de una pluralidad de entidades financiadoras se debe fundamentalmente al hecho de que se trata de operaciones por cantidades muy relevantes y ninguna entidad financiera está dispuesta a asumir un riesgo tan elevado. Por ello, parte o la totalidad de la financiación de la deuda para la adquisición de la Sociedad *Target* será sindicada en los mercados bancarios.

Dado que, por lo general, no es posible que el proceso de venta y la sindicación de la deuda tengan lugar al mismo tiempo, una entidad financiadora (o un reducido número de ellas) suscribirá la financiación de la deuda, teniendo lugar la sindicación tras la firma.

El mandato de actuar como "coordinador" (*arranger*) o "asegurador" (*underwriter*) de la financiación de la deuda normalmente será otorgado por parte del patrocinador financiero de forma competitiva tras negociaciones paralelas con varios posibles proveedores de deuda, siendo tomada la decisión relativa al mandato en función de los términos comerciales clave ofrecidos por cada proveedor de deuda (en concreto, precio -comisiones e intereses-, importe de la deuda y flexibilidad en relación a otras

cuestiones comerciales clave tales como adquisiciones y enajenaciones). La competencia entre los proveedores de deuda por dichos mandatos (y las comisiones por adelantado y los negocios asociados que generan) puede ser intensa y, en el contexto de un proceso de subasta por una Sociedad *Target*, las entidades financiadoras a menudo tratarán de desplegar varias "ramas de negociación" con diferentes patrocinadores financieros a fin de aumentar su probabilidad de apoyar al pujador ganador.

Por otra parte, en el contexto de una subasta por una Sociedad *Target* no es infrecuente que se recurra a una figura de financiación conocida como *staple finance*. En estos casos, el vendedor selecciona a una entidad financiadora que ofrece a todos los posibles compradores la financiación de adquisición en unos términos determinados (importe de deuda y condiciones fijadas). En definitiva, la entidad financiera ofrece un paquete de financiación básica a los distintos pujadores. Eso sí, después la entidad financiadora mantiene reuniones con varios de los diferentes compradores para ajustar su oferta de financiación a las necesidades de cada uno[10].

Este enfoque tiene por objeto facilitar a los pujadores la disponibilidad de financiación de la deuda, aumentándose así la eficiencia del proceso de subasta para el vendedor.

Asimismo, los vendedores pueden también emplear el *staple finance* para evitar que un proveedor de deuda concreto que goce de una posición especial en el mercado en un sector concreto, se alinee demasiado con un pujador específico (lo cual reduciría la tensión de precios entre los potenciales pujadores).

5.4. Los directivos y el papel de los asesores profesionales

Aunque el patrocinador financiero intervendrá en decisiones estratégicas en relación a la Sociedad *Target* que adquiera, un requisito clave para la consecución del éxito del plan de negocio que se preparará para mejorar a la empresa en cuestión será que el patrocinador financiero identifique y respalde a un equipo directivo con responsabilidad sobre la ejecución del mismo y la gestión diaria de la Sociedad *Target*[11].

Así, el patrocinador financiero podrá conservar el equipo directivo existente en la Sociedad *Target* o sustituirlo en parte o en su totalidad. Es más, si los convierte en sus propios socios obligándolos a co-invertir nos encontraremos ante las ya mencionadas operaciones de MBO, MBI o BIMBO.

En este sentido, siempre es interesante incentivar a los directivos vía fondos propios. En efecto, este es un aspecto importante de las operaciones de adquisición apalancada ya que con ello se pretende asegurar la participación e implicación del equipo directivo, tanto en los riesgos como en las recompensas de la operación, motivándolos a crear valor para sí mismos y para los patrocinadores financieros.

Por otra parte, a fin de que el LBO sea un éxito es necesario que las diversas partes implicadas en la operación sean debidamente asesoradas por los profesionales pertinentes.

Entre los distintos profesionales, se pueden destacar los siguientes:

- (i) Bancos de inversión: en las adquisiciones más grandes, un patrocinador financiero normalmente nombrará a un banco de inversión para que gestione la operación y para que proporcione asesoramiento estratégico durante la negociación de la operación, tanto con el vendedor en relación con el proceso de venta como con el prestamista en relación con la financiación de la operación (especialmente si se tienen que emitir títulos de deuda).

Como hemos visto, también es habitual en los procesos de subasta que los vendedores contraten un banco de inversión que les organice todo el procedimiento de la subasta.

(ii) Empresas de consultoría: en las adquisiciones de mayor envergadura, el patrocinador financiero contratará frecuentemente a una consultoría para que elaboren un informe acerca del mercado en el que opera la Sociedad *Target*.

(iii) Los auditores de cuentas y los expertos contables: es esencial su contratación para que emitan un prolijo informe de *due diligence* financiera, analizando la situación financiera de la Sociedad *Target* (incluido un detallado análisis de la "calidad" de su EBITDA, de las proyecciones financieras y de la probabilidad de incumplimiento de las previsiones del plan de negocio).

(iv) Los asesores fiscales: serán responsables de elaborar un documento estructural que establezca el tratamiento fiscal de la adquisición y su financiación. También serán los encargados de llevar a cabo una *due diligence* fiscal de la Sociedad *Target*. En la mayoría de los casos, los asesores fiscales serán los abogados de los patrocinadores financieros.

(v) Los abogados de los patrocinadores financieros: normalmente estarán muy implicados en todos los aspectos de la operación. En efecto, llevarán a cabo la *due diligence* legal, elaborarán y negociarán (i) los documentos relacionados con el capital y fondos propios de la operación (el contrato de inversión, los estatutos de *Newco*), (ii) el contrato de adquisición de la Sociedad *Target* con los abogados del vendedor, (iii) los contratos de trabajo y/o arrendamientos de servicios de los directivos con los abogados de la dirección y (iv) los contratos de financiación con los abogados de las entidades financiadoras, así como el paquete de garantías vinculado a dichos contratos. Finalmente, actuarán también como abogados del grupo de sociedades resultante tras la operación.

(vi) Los abogados de los directivos: solo intervienen en las operaciones de MBO, MBI o BIMBO. En operaciones de gran volumen de inversión para los patrocinadores financieros que acompañan a los directivos en la operación, la función de los abogados en estos casos se limita normalmente a asesorar a los directivos acerca de sus inversiones de capital en *Newco*, de sus contratos de trabajo o de arrendamiento de servicios, así como a garantizar que el contrato de adquisición de la Sociedad *Target* no resulte excesivamente oneroso para ellos.

En el caso de adquisiciones más pequeñas encabezadas casi en exclusiva por los directivos y con poca inversión por parte del patrocinador financiero, los abogados de los primeros generalmente tienen un papel más importante y pueden dirigir las negociaciones en nombre de *Newco*. Cuando este sea el caso, la función de los abogados de los patrocinadores financieros será la de dedicarse a revisar el trabajo para la adquisición realizado por los abogados de la dirección y dirigir la redacción de los documentos relacionados con la inversión de capital.

(vii) Los abogados de las entidades financiadoras: además de los borradores de la documentación bancaria, los abogados de las entidades financiadoras a menudo revisarán los informes de *due diligence* elaborados por los distintos asesores de *Newco*, estarán pendientes del contrato de adquisición y vigilarán el adecuado equilibrio entre las *representations & warranties* del vendedor y las posibles *disclosure letters* que este emita.

(viii) Actuarios del comprador: en operaciones en países anglosajones, es frecuente que el patrocinador financiero contrate actuarios para valorar y analizar los planes de pensiones existentes en la Sociedad *Target*. Así, si la Sociedad *Target* tuviera un plan de pensiones infradotado (*underfunded*), los patrocinadores financieros, sus fondos, otras empresas que estos tengan en cartera y sus representantes en el consejo de la Sociedad *Target* podrían verse expuestos después de la operación a reclamaciones financieras por parte del regulador de pensiones de acuerdo con la legislación sobre pensiones.

Por tanto, antes de realizar cualquier inversión, el patrocinador financiero querrá realizar una *due diligence* detallada acerca de los fondos de los planes de pensiones, que normalmente incluirá solicitar a los actuarios que valoren si las contribuciones a los planes de pensiones constituyen fondos suficientes para garantizar las pensiones de los trabajadores que se jubilen en el futuro.

La *due diligence* le ayudará a estructurar la adquisición de forma que se minimicen estos riesgos [12].

(ix) Actuarios de los vendedores: el vendedor nombrará a actuarios para que revisen la valoración que los actuarios del comprador hagan del plan de pensiones de la Sociedad Target.

(x) *Brokers* de seguros: el patrocinador financiero podrá contratar a un *broker* de seguros para que estudie la cobertura de los seguros de la Sociedad Target y para que elabore un informe que recomiende si deberían realizarse cambios en la estructura de seguros de la misma.

(xi) Auditores medioambientales: al encontrarnos en un mundo cada vez más preocupado y concienciado por la ecología y el medioambiente, parece lógico que también en las operaciones de LBO se cuiden los aspectos medioambientales. Así, cada vez es más frecuente que el patrocinador financiero contrate auditores medioambientales para que evalúen los diferentes riesgos medioambientales que pueden existir al adquirir a la Sociedad Target, y verifiquen si los procesos puestos en marcha por esta última cumplen con toda la legislación medioambiental y si se produce algún tipo de contaminación o si existe alguna contingencia en este sentido.

6. Conclusiones

Como resultado de nuestro estudio, se realiza ahora una exposición ordenada y resumida de las principales premisas y conclusiones alcanzadas en este trabajo de investigación:

(i) Como consecuencia de las mejoras en los datos macroeconómicos, así como la manifiesta convergencia de los mercados de crédito y bursátiles iniciada ya en el año 2013 y que se ha confirmado en el año 2014 que acabamos de cerrar, se puede afirmar ya sin temor que las grandes operaciones de compras y fusiones de compañías en todo el mundo, entre ellas los *leveraged buyouts* ejecutados por operadores de *private equity*, han vuelto.

(ii) El capital riesgo no es sino una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que tienen dificultad para acceder a otras fuentes de financiación, como el mercado de valores o el crédito bancario.

(iii) En este sentido, y como consecuencia de la restricción crediticia que ha existido en los mercados a raíz de la crisis financiera internacional, resulta clave la reciente aprobación de la nueva LCR con la que, entre otras cosas, se pretende fomentar las actividades del capital riesgo como vía de financiación de las empresas, teniendo en cuenta además la importancia que para el tejido empresarial de nuestro país tienen las Pymes, creando expresamente, por ello, una nueva entidad, la entidad de capital riesgo Pyme, a través de la que captar fondos para canalizarlos a la financiación de dichas empresas.

(iv) En puridad, debe distinguirse entre operaciones de capital riesgo en sentido estricto (*venture capital*), relativas a la inversión en las etapas iniciales de una actividad empresarial y proyectos de expansión, y operaciones de inversión en sociedades con un mayor grado de madurez (*buyouts*). Así las cosas, el término anglosajón que mejor reflejaría la realidad económica subyacente a las actividades del capital riesgo sería el de *private equity*, término que englobaría tanto a las operaciones de *venture capital* como a los *buyouts*.

(v) Aunque existen múltiples modalidades y clasificaciones de *leveraged buyouts*, una transacción típica de adquisición apalancada implica la adquisición de una Sociedad Target por parte de uno o más compradores (generalmente, operadores de *private equity* que actúan como patrocinadores financieros de la operación) a un vendedor mediante una mezcla de financiación con fondos propios aportados por los patrocinadores financieros y financiación con deuda concedida por varias entidades financieras (generalmente conocidas como proveedores de deuda o entidades financiadoras).

(vi) Por tanto, se trata de operaciones en las que interviene una multiplicidad de sujetos. Así, además de comprador y vendedor, participan todas las entidades encargadas de financiar la operación y, en su caso, directivos o empleados bien de la Sociedad Target o bien ajenos a la misma.

(vii) Finalmente, como consecuencia de lo anterior y debido a la complejidad de los LBOs y la necesidad de aunar los distintos intereses en juego, resulta imprescindible que en dichas operaciones intervengan tantos asesores legales y financieros como partes haya en la operación a fin de que la misma resulte exitosa y se pueda canalizar adecuadamente la inversión.

7. Bibliografía

- A.J. AURIOLES MARTÍN, “Los leveraged buy-out's y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 51, 1993.
- A. KOLB y A. SERRANO ACITORES, “The Spanish legal regime of public-to-private transactions”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 1, 2014.
- A. MADRID PARRA, “Régimen societario del capital riesgo (Ley 1/1999)”, en *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, volumen 4, McGraw-Hill, Madrid, 2002.
- A. SERRANO ACITORES:
- “La prohibición de asistencia financiera en sede de fusiones apalancadas”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 3, 2014.
 - “Leveraged buyouts”: *El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, publicado como Monografía nº 40 de la Revista de Derecho de Sociedades, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2013.
 - “Los contratos con el equipo directivo en sede de un leveraged buyout”, *Anuario Jurídico Villanueva*, nº 7, 2013.
 - “La problemática de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo”, *Asocia*, enero de 2007.
- A. VIGARIO, “Vuelven las grandes fusiones y en lo que va de año superan a las de 2007”, *El Economista*, 6 de mayo de 2014.
- B. SATRÚSTEGUI MENCHACA, “Adquisiciones especiales”, en la obra colectiva *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2001.
- F.J. BAUZÁ MORÉ, “Sociedades de Capital Riesgo y Fondos de Capital Riesgo”, en la obra colectiva *Derecho del mercado financiero*, dirigida por A. ALONSO UREBA y J. MARTÍNEZ-SIMANCAS, Civitas, Madrid, 1994.
- F.J. LÓPEZ LUBIÁN, “Algunas claves sobre capital privado (<>)”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 1, 2007.
- F.S. MONREAL, “La inversión en adquisiciones y fusiones recupera niveles de 2007”, *El Economista*, 16 de febrero de 2015.
- G. ARRANZ PUMAR, “Salida a Bolsa de una sociedad de capital riesgo”, en *Derecho de los Negocios*, Madrid, 1997.
- I. CANDELARIO MACÍAS y J. LEYVA SAAVEDRA, en “El lease-back y el leveraged buy-out: modernas técnicas financieras”, en *Estudios Financieros*, Madrid, 2000.
- I. ERLAIZ COTELO:
- “Las operaciones de Leveraged Buy Out (LBO)”, en la obra colectiva *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, dirigida por J. M. ÁLVAREZ ARJONA y coordinada por I. ERLAIZ COTELO, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra) 2006.
 - “Adquisiciones especiales por su objeto”, en la obra colectiva *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, dirigida por J. M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004.
- J. MASCAREÑAS, “La compra de empresas mediante apalancamiento financiero”, en la obra *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4ª edic., McGraw Hill, Madrid, 2005.
- J. TORTUERO, “Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 2, 2007.
- L.C. CROISSIER BATISTA, “La promoción de nuevas empresas en el marco de la reconversión industrial”, en VV.AA., *La financiación capital riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Instituto de Empresa, Madrid, 1984.

L.J. CORTÉS, “Inversión Colectiva, Titulización de activos financieros. Capital Riesgo”, en la obra colectiva *Curso de Derecho Mercantil II*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007.

M. TRÍAS SAGNIER, “La importancia del capital riesgo para el desarrollo económico. Momento actual de la industria”, en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006.

R.M. MULLERAT BALMAÑA, “Management and leveraged-buyouts (adquisición de sociedades por sus propios directivos): aspectos jurídicos”, *Revista jurídica de Cataluña*, nº 90, 2º, 1991.

R. SEGURA DE LASSALETTA, “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales”, en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006.

S. SORRIBAS, “Adquisiciones apalancadas (LBO): aspectos jurídicos en el ordenamiento español”, *Iuris: Actualidad y práctica del derecho*, nº 76, 2003.

T. RAMÓN PINTADO y D. GARCÍA PÉREZ DE LEMA, “La participación financiera del capital riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos”, *Revista de Economía Industrial*, nº 362, Madrid, 2006.

VV.AA., “El Private Equity en España 2014”, *Webcapitalriesgo*, junio de 2014.

VV.AA., “El Venture Capital en España. Primer Semestre 2011”, *Webcapitalriesgo*.

[1] Véase la primera parte de este trabajo.

[2] Por ejemplo, las ofertas públicas de adquisición de Barclays Bank sobre Banco Zaragozano (2003), de Autogrill sobre Aldeasa (2005), de Yell sobre Telefónica Publicidad e Información (2006) o de Imperial Tobacco sobre Altadis (2007).

[3] Este retorno se denomina, por lo general, múltiplo TIR (tasa interna de retorno).

[4] Estos métodos se denominan a menudo salida parcial, dado que el patrocinador financiero conserva la titularidad de la Sociedad *Target* a pesar de haber recibido un retorno sobre su inversión.

[5] Un ejemplo de este tipo de consorcios lo encontramos en la adquisición de Cortefiel en el año 2005. Tras haber formulado OPAs competidoras, finalmente las empresas de capital riesgo PAI, Permira y CVC se unieron y convirtieron en copropietarias de la empresa textil.

[6] Un ejemplo de esto lo encontramos en la adquisición de Embutidos Palacio por la firma de *private equity* ProA Capital en el año 2008. En efecto, con esta operación Embutidos Palacios cambia de manos con la tercera generación. A doce kilómetros de Logroño, la carnicería de Albelda de Iregua regentada por el abuelo de la saga se convirtió, a partir de los años 80, en fabricante industrial de embutidos, fundamentalmente chorizos, gracias al impulso de Dolores García y sus tres hijos, Jaime, Francisco Javier y Ángel Pablo Palacios.

Todo cambió con la creación del consejo familiar. A partir de entonces, los hermanos Palacios, con el trabajo del día a día delegado en el equipo directivo, se dedicaron a diversificar su patrimonio en diferentes sectores (inmobiliario) y empezaron a escuchar ofertas por la compañía.

[7] Un ejemplo claro lo encontramos en la adquisición de Caprabo por parte de Eroski en el año 2007. En dicha subasta Morgan Stanley fue el banco de inversión que intermedió en la operación y en ella pujaron tres inversores industriales como fueron Carrefour, Eroski y Alcampo y dos fondos de capital riesgo, a saber, Permira y Blackstone, este último a través de El Árbol.

[8] No obstante, desde que comenzó la crisis económica y financiera en agosto de 2007 se ha generado un clima de desconfianza en los mercados financieros que ha llevado a las entidades financieras a restringir la concesión de préstamos y créditos lo que en nuestro caso, ha supuesto que las entidades financieras a fin de no asumir riesgos innecesarios (i) ya no financian porcentajes tan elevados de la

operación (ii) han aumentado sus márgenes para obtener mayores beneficios y (iii) se han vuelto más exigentes con el otorgamiento de las garantías sobre los activos de la Sociedad *Target*. Esto no hace sino (i) complicar las adquisiciones apalancadas pues el pago del precio de las mismas depende en gran medida de las cantidades que las entidades financiadoras estén dispuestas a aportar; y (ii) obligar a los patrocinadores financieros a aportar un mayor porcentaje de *equity*.

[9] ERLAIZ COTELO, I., "Las operaciones de Leveraged Buy Out (LBO)", en la obra colectiva *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y coordinada por I. ERLAIZ COTELO, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra) 2006, pp. 533 y ss.

[10] Un ejemplo lo encontramos en la adquisición de USP Hospitales por parte de Mercapital. En efecto, en mayo de 2004 ING fue seleccionado por USP y UBS, banco asesor en la venta de USP, para proporcionar *staple finance* a los distintos compradores.

[11] SERRANO ACITORES, A., "Los contratos con el equipo directivo en sede de un leveraged buyout", *Anuario Jurídico Villanueva*, nº 7, 2013, pp. 95-124.

[12] Un ejemplo de cómo las cuestiones relacionadas con las pensiones tienen un impacto significativo en la capacidad/voluntad de un patrocinador financiero de cerrar un negocio lo encontramos en la adquisición fallida de WH Smith por parte de Permira en el año 2004.



Solicita un número gratis de la revista **Estrategias de Inversión**

También te puede interesar

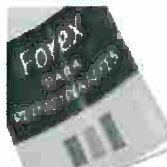
- [Ley Orgánica 1/2015, de 30 de marzo, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.](#)
- [Ley Orgánica 4/2015, de 30 de marzo, de protección de la seguridad ciudadana.](#)
- [El TS hace pública su sentencia sobre la obligación de devolución de las cantidades percibidas de más por cláusulas suelo declaradas abusivas](#)
- [Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.](#)
- [LEY 19/2014, de 29 de diciembre, de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno.](#)
- [Decreto 1/2015, de 9 de enero, por el que se regula la recolección micológica en el ámbito territorial de la Comunidad Autónoma de La Rioja.](#)

Publicidad



Con ONE todo encaja

12% dto. en Luz y 9% en Gas
¡para siempre! Contrata ahora y
podrás ganar un MacBook Pro.
www.endesa.es



Forex para Principiantes

Aprenda a convertirse en un
operador de Forex. Reciba hoy
su ejemplar gratis!
www.iforex.es

recomendado por



Gana 9.700 € al Mes!

Inversor millonario te enseña
cómo ganar 9.700 € al mes.
Guía paso a paso. ¡Mira cómo!
Ingresos-Extras.com



¡7 DÍAS PARA ADELGAZAR!

Las celebridades lo utilizan
antes de los banquetes.
Adelgazan 6 kg en una semana.
www.masinformacionaqui.com

PAN

Publicidad



Con ONE todo encaja

12% dto. en Luz y 9% en Gas
¡para siempre! Contrata ahora y
podrás ganar un MacBook Pro.



Si pudieras invertir

¿Invierte 40000€ con sólo
100€? Descubre los secretos del
apalancamiento ¡Guía PDF