

## ANÁLISIS FINANCIERO-ECONÓMICO DE LOS *LEVERAGED BUYOUTS*

**Antonio Serrano Acitores**

*Profesor Doctor en Derecho Mercantil.*

*Universidad Rey Juan Carlos*



Este trabajo ha obtenido el 1.<sup>er</sup> **Premio Estudios Financieros 2014** en la modalidad de **Contabilidad**.

El Jurado ha estado compuesto por: don Mario ALONSO AYALA, don Oriol AMAT SALAS, don Jorge J. PÉREZ RAMÍREZ, doña Flavia RODRÍGUEZ PONGA SALAMANCA y don Fernando RUIZ RUIZ.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

---

### EXTRACTO

Las adquisiciones apalancadas de empresa o LBOs, en tanto que operaciones dinamizadoras de nuestra economía, implican 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 apoyados por potentes equipos directivos) 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.

La figura que analizamos presenta evidentes componentes tanto económicos como financieros que resultan esenciales de entender para poder estructurar una operación de este tipo.

En consecuencia, el presente trabajo tiene por objeto analizar, en primer lugar, el concepto, la naturaleza jurídica y principales características de un LBO, así como su tipología, para a continuación estudiar los aspectos financiero-económicos más relevantes en sede de una adquisición apalancada de empresa.

**Palabras claves:** *leveraged buyout*, LBO y adquisición apalancada de empresas.

---

*Fecha de entrada: 30-04-2014 / Fecha de aceptación: 10-07-2014*

## FINANCIAL AND ECONOMIC ANALYSIS OF LEVERAGED BUYOUTS

Antonio Serrano Acitores

---

### ABSTRACT

Leveraged buyouts or LBOs, as dynamizing transactions of our economy, entail the acquisition of a Target Company by one or more buyers (usually private equity operators acting as financial sponsors of the transaction, supported by powerful management teams) to a seller through a financial mixture of equity contributed by the financial sponsors and loan financing granted by financial entities.

The matter at hand arises, therefore, economic and financial issues which need to be thoroughly understood so as to better structure a transaction of this kind.

Thus, the purpose of this paper is to analyze, firstly, the concept, legal nature and main features of an LBO, as well as its typology, and, secondly to study the most relevant financial and economic matters within this type of acquisitions.

**Keywords:** leveraged buyout, LBO and company acquisition.

---

---

## Sumario

1. Introducción
2. Concepto y naturaleza jurídica de los *leveraged buyouts*
3. Notas características
4. Tipos
5. La valoración de la sociedad *Target*, el apalancamiento financiero y el papel del EBITDA
6. La financiación de la adquisición
  - 6.1. Aspectos generales
  - 6.2. Deuda *senior*
  - 6.3. Deuda *mezzanine*
  - 6.4. Otros tipos de financiación
  - 6.5. Acuerdo entre acreedores, cobertura de riesgos y capital social
7. El plan de negocio
8. Bloqueo de dividendos
9. Control sobre la sociedad *Target* y la *Newco*
10. Certidumbre de la financiación
11. Conclusiones

Bibliografía

## 1. INTRODUCCIÓN

Durante la primera década de este siglo, y especialmente, a partir del año 2004, el mercado de fusiones y adquisiciones en España no solo creció cuantitativamente, incrementándose extraordinariamente el número de operaciones, sino también cualitativamente en cuanto a la complejidad financiera y jurídica de las mismas.

Uno de los principales factores que determinó esta evolución fue, sin duda alguna, el capital riesgo (*private equity*). A través de las entidades de capital riesgo las adquisiciones apalancadas de sociedades o *leveraged buyouts* (también conocidas por su acrónimo inglés LBOs) cobraron un destacado protagonismo en nuestro mercado contribuyendo, junto a otros elementos, al desarrollo de una economía más competitiva, innovadora y dinámica.

La expansión de estas operaciones en los últimos años ha estado relacionada con otros factores especialmente importantes, entre ellos, la búsqueda de instrumentos de adquisición de empresas que ofrecieran rentabilidades adecuadas (*search for yield*) en un contexto de bajos tipos de interés y baja apreciación del riesgo, el desarrollo de los mercados de transferencia de riesgos y la aparición de nuevos intermediarios, como los *hedgefunds* y los vehículos de *Collateral Debt Obligations* (CDOs), aspectos que han coadyuvado, en general, a aumentar la liquidez de los mercados financieros, entendida como la facilidad para encontrar contraparte con un bajo coste, favoreciendo la financiación de operaciones de adquisición fuertemente apalancadas<sup>1</sup>.

No obstante, no podemos olvidar que desde agosto de 2007 nuestra economía ha pasado de un periodo de extraordinario crecimiento a sufrir una fuerte desaceleración llegando hasta la recesión como consecuencia, entre otros elementos, de la crisis financiera internacional, del vaticinado «pinchazo de la burbuja inmobiliaria» y de los desajustes macro-económicos con expresión en la deuda soberana. Estas circunstancias han generado un clima de desconfianza en los mercados financieros con efectos, a su vez, en los mercados bursátiles, todo lo cual ha llevado, además, a las entidades financieras a restringir la concesión de préstamos y créditos, dificultando, sin duda, las compraventas apalancadas pues aproximadamente el 75 % del precio de este tipo de operaciones se financia con deuda.

Sin perjuicio de lo anterior, las adquisiciones apalancadas han sido y seguirán siendo un elemento instrumental relevante para nuestra economía. Desde el punto de vista puramente económico se dice que los LBOs facilitan las reorganizaciones empresariales, fomentan la eficiencia de los directivos de las sociedades objetivo y son una vía de solución a los problemas de sucesión empresarial. Al aumentar las ofertas posibles por una empresa, permitirá generar más valor para el accionista de la sociedad

<sup>1</sup> MANZANO FRÍAS, M. C.: «La evolución de las operaciones de *leveraged buy out* y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera», *Estabilidad financiera*, número 13, Madrid, 2007, págs. 33 y ss.

adquirida, y el endeudamiento que recaerá sobre la misma impondrá una mayor disciplina de gestión en empresas antes sobrecapitalizadas, habiéndose señalado también que en casos de exclusión bursátil de la sociedad adquirida vía operaciones de LBO, la posición de las firmas de *private equity* permite unificar los intereses de la propiedad y la gestión, reduciendo costes y mejorando la administración en un marco de reestructuración de empresas. En todo caso, solo en la medida en que las reformas realizadas y en curso del sistema financiero y el apoyo económico de la Unión Europea determinen una mayor solvencia de las entidades de crédito, financiándose adecuadamente en los mercados mayoristas, situándolas en mejor posición para conceder crédito y superando la restricción financiera, volverán a desarrollarse nuevamente operaciones como las adquisiciones apalancadas de empresas.

En este sentido, las mejoras macroeconómicas experimentadas recientemente en nuestro país unidas al nuevo fenómeno de la desintermediación bancaria (a través del *shadow banking* o *direct lending*<sup>2</sup>) parecen haber despertado al mercado de las adquisiciones, siendo claro ejemplo de ello la compra de Ono por parte de Vodafone en marzo de 2014.

Por otra parte, y centrándose ya en el objeto de nuestro trabajo, la figura que analizamos presenta evidentes componentes tanto económicos como financieros que resultan esenciales de entender para poder estructurar una operación de este tipo.

En efecto, la adjetivación de una operación de adquisición de empresas con el calificativo de «apalancada» implica la necesidad de analizar algunos de los fundamentos económicos y financieros básicos sobre los que se asientan los LBOs.

No obstante, excede del propósito de este trabajo realizar un análisis exhaustivo de los principios de *corporate finance* que tienen impacto en este tipo de operaciones<sup>3</sup>. Por ello, a continuación se tratan aquellas materias que constituyen las bases económico-financieras para poder comprender las adquisiciones apalancadas de empresas<sup>4</sup>.

De este modo, en primer lugar, se analizará el concepto, la naturaleza jurídica y principales características de un LBO, así como su tipología, para a continuación estudiar los aspectos financiero-económicos más relevantes en sede de una adquisición apalancada de empresa.

<sup>2</sup> La financiación directa, *direct lending* o *shadow banking*, permite a las empresas financiarse mediante negociaciones bilaterales con los agentes especializados en este mercado. Normalmente, los proveedores son fondos de inversión alternativa, fondos de deuda –como el que acaban de constituir Muzinich y Arcano–, o fondos institucionales con dinero destinado a esta actividad, aunque también algunos bancos –como Bankinter en consorcio con Mutua Madrileña y Banca March– han creado divisiones especializadas en este tipo de financiación flexible, segregando esta actividad de la tradicional. Vid. MEDINA, J.: «Financiación: alternativas y oportunidades», *Expansión*, 26 de marzo de 2014; y BADÍA, D.: «Muzinich y Arcano lanzan un fondo de 200 millones para pymes españolas», *Expansión*, 7 de abril de 2014.

<sup>3</sup> Si se desea una mayor información de carácter financiero, recomendamos MASCAREÑAS, J.: *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4.ª edic., McGraw-Hill, Madrid, 2005, o a BREALEY, R.; MYERS, S. y ALLEN, F.: *Principios de finanzas corporativas*, 8.ª edic., McGraw-Hill, Madrid, 2006.

<sup>4</sup> Vid. ROSENBAUM, J. y PEARL, J.: *Investment Banking. Valuation, leveraged buyouts and mergers & acquisitions*, Wiley Finance, Nueva Jersey, 2009.

## 2. CONCEPTO Y NATURALEZA JURÍDICA DE LOS *LEVERAGED BUYOUTS*

Uno de los procedimientos para adquirir una compañía consiste en financiar parte del precio de la compra a través de recursos ajenos.

En este sentido, una adquisición apalancada o *leveraged buyout* se puede definir como aquella compraventa en la que el comprador adquiere una sociedad (en adelante, la «sociedad *Target*») o una participación mayoritaria en la misma, a través de la financiación de una parte significativa de su precio de compra mediante el uso de deuda, y que pretende amortizar con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados por la propia sociedad *Target*<sup>5</sup>.

En efecto, una transacción típica de adquisición apalancada implica la adquisición de una sociedad *Target* por parte de uno o más compradores (generalmente, operadores de *private equito* 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).

Los LBOs se enmarcan, sin duda alguna, dentro de la institución de la compraventa de empresas. No obstante, mucho se ha discutido acerca de si este tipo de compraventa tiene naturaleza mercantil o civil.

A pesar de que para algunos autores<sup>6</sup> se trata de operaciones cuya naturaleza jurídica se encuadra fundamentalmente dentro de la compraventa civil, creemos, con la doctrina<sup>7</sup> y jurisprudencia<sup>8</sup> mayoritaria, que los LBOs tienen carácter mercantil.

Las razones fundamentales que nos llevan a reafirmar el carácter mercantil de este tipo de adquisiciones son las siguientes:

---

<sup>5</sup> SERRANO ACITORES, A.: «La problemática de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo», *Asocia*, Madrid, 2007, págs. 6 y ss.

<sup>6</sup> SEGURA DE LASSALETTA, R.: «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 TRIAS SAGNIER, M., Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 141 y ss.

<sup>7</sup> Así lo consideran los maestros GARRIGUES, URÍA, LANGLE y PAZ-ARES, entre otros muchos.

<sup>8</sup> En el orden jurisprudencial es clásica la Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de diciembre de 1881 en la que se declara que «la cesión o traspaso de un establecimiento de comercio, con todos sus géneros, por un precio, debe ser considerado con arreglo al artículo 359 [hoy 325] del Código de Comercio como compraventa mercantil, y mucho más resultando que los adquirentes se dedicaron desde entonces al ejercicio habitual del comercio». Dicha doctrina sobre la naturaleza mercantil de la compraventa de empresa ha sido reafirmada por Sentencias posteriores como las de 11 de noviembre de 1927, de 10 de febrero de 1936, de 4 de abril de 1941 y de 13 de marzo de 1943, entre otras.

1. Es evidente el ánimo de lucro del comprador.
2. El objeto de la compra, esto es, la empresa, está singularmente vinculado a la actividad comercial.
3. Los compradores habituales en los LBOs suelen ser entidades de capital riesgo, teniendo, por tanto, la inversión realizada carácter transitorio. Así, en el correspondiente contrato de compraventa se regularán plazos y condiciones de salida de la sociedad *Target*, ya sea a través de la venta de la sociedad adquirida mediante ventas privadas<sup>9</sup> o mediante una oferta pública de venta en bolsa y, de este modo, materializar las plusvalías latentes generadas.
4. Al pretender la entidad de capital riesgo comprar una empresa para luego revenderla y adquirir una serie de plusvalías, el LBO quedaría claramente enmarcado en la definición dada a la compraventa mercantil por el artículo 325 del Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se aprueba el Código de Comercio (en adelante, CCom) a cuyo tenor «será mercantil la compraventa de cosas muebles para revenderlas, bien en la misma forma que se compraron o bien en otra diferente, con ánimo de lucrarse en la reventa».

### 3. NOTAS CARACTERÍSTICAS

Las adquisiciones apalancadas se caracterizan por las siguientes notas:

1. Sea de naturaleza civil o mercantil, lo que está claro es que tanto la normativa recogida en los artículos 1.445 y siguientes del Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se aprueba el Código Civil (en adelante, CC) como la recogida en los artículos 325 y siguientes del CCom, se muestra claramente inoperante para regular operaciones ciertamente complejas.

En efecto, si bien de la definición que hemos dado de la operación, esta podría parecer sencilla, lo cierto es que suelen dar lugar a transacciones verdaderamente complicadas y a una variedad de jerga esotérica para describirlas.

En este sentido, y a la luz del artículo 1.255 del CC, sobre autonomía de la voluntad, se ha ido configurando una instrumentación jurídica estandarizada tan sofisticada (no solo en España sino también en el extranjero) que algunos han calificado de «fruto de la fantasía y la alquimia societaria»<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Se trata de los *secondary buyouts*, es decir, aquellas operaciones en la que habiéndose producido un primer *buyout*, la entidad de capital riesgo inicial, que por su propia naturaleza realiza inversiones de carácter temporal, vende su participación y da entrada a otra entidad de capital riesgo, manteniéndose generalmente, sin embargo, la participación en el proyecto de los directivos.

<sup>10</sup> SEGURA DE LASSALETTA, R., *op. cit.*, pág. 141.

2. Son operaciones basadas en prácticas anglosajonas por lo que muchos de los términos empleados en las mismas son vocablos en inglés.
3. Una parte importante de la adquisición está financiada con deuda o recursos ajenos. Así, 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*)<sup>11</sup>.
4. 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 ajenas a la misma.
5. Como consecuencia de la nota (4) anterior y debido a la complejidad de los LBOs, intervienen tantos asesores legales y financieros como partes haya en la operación.
6. La forma más frecuente de articular la adquisición consiste en constituir (o comprar<sup>12</sup>) una sociedad vehículo (en adelante, «Newco») que será la que obtenga la financiación de las entidades de crédito y adquiera las acciones o participaciones de la sociedad *Target*. De este modo, el comprador limita su responsabilidad frente a terceros al patrimonio de *Newco* y de la sociedad *Target*.
7. La sociedad *Target* soporta el coste financiero de la adquisición pues, o bien garantiza con sus activos el repago de la deuda, o bien la repaga mediante los flujos de caja libres que la referida sociedad *Target* pueda generar.

Ahora bien, el hecho de que el repago de la financiación para adquirir la sociedad *Target* se realice con cargo a los recursos generados por la propia sociedad *Target*, y al mismo tiempo se utilice de una u otra forma el patrimonio de esta para garantizar la devolución de la deuda y sus intereses, exige analizar en cada caso la compatibilidad de la estructura de la operación con la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias prevista en el artículo 143.2 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC) para las sociedades de responsabilidad limitada y en el artículo 150 de la LSC para las sociedades anónimas.

8. Las principales razones para concertar operaciones de este tipo son fundamentalmente las siguientes:
  - a) Situaciones de desinversión por parte de grupos de sociedades que pretenden deshacerse de una rama de actividad o de una filial.

<sup>11</sup> SERRANO ACITORES, A.: «¿Cómo se financian los LBOs? El contrato de financiación *senior*», *Directorio Financiero Contable de las revistas Estrategia Financiera y Partida Doble*, La Ley, Madrid, 2009, págs. 18-31.

<sup>12</sup> Son numerosas las gestorías que tienen ya constituidas sociedades vehículos (generalmente, sociedades limitadas) sin actividad para venderlas a los patrocinadores financieros y ahorrar así un valioso tiempo que permitirá cerrar antes la operación.



- b) La liquidación o escisión de una sociedad.
  - c) La más habitual, que es la venta de una sociedad de carácter familiar.
9. Una empresa que sea buena candidata a un LBO debe cumplir los siguientes requisitos:
- a) Generación estable y predecible de caja para hacer frente al servicio de la deuda<sup>13</sup>.
  - b) Empresa estable o de lento crecimiento: relacionado con el punto anterior, la empresa no debe ser de rápido crecimiento, porque esto implica la necesidad de disponer de liquidez que la alimente y, por tanto, no se puede utilizar para devolver la deuda.
  - c) Equipo experimentado y estable.
  - d) Bajo endeudamiento: la empresa debe tener un *ratio* de endeudamiento pequeño, es decir, su capacidad de endeudamiento debe estar infrautilizada. Así podrá endeudarse para ser adquirida mediante un LBO.
  - e) Posibilidad de reducir costes: por ejemplo, reducir el número de empleados, reducir los gastos de capital, reducir costes administrativos, establecer mejores controles sobre costes operativos, etc.
  - f) Existencia de activos no estratégicos: la posible venta de estos activos proporcionará liquidez para devolver la deuda.
  - g) Es recomendable que los directivos sean socios de la empresa: cuanto mayor sea la implicación de los directivos en el capital social de la empresa, más se implicarán en su gestión y más seguros estarán los acreedores de que su deuda será satisfecha.
  - h) Pocas necesidades de capital de trabajo y programa de inversiones poco exigente: cuanto menores sean las inversiones en activo fijo y circulante, más flujos de caja libre estarán disponibles para hacer frente al servicio de la deuda.
10. Para que esta operación tenga éxito se deben cumplir los siguientes requisitos:
- a) Equipo de directivos consistente, a poder ser con experiencia en este tipo de operaciones.
  - b) Grupo de accionistas-patrocinadores fuertes (normalmente un capital riesgo o *private equity*).

<sup>13</sup> El servicio de la deuda está formado por los gastos financieros más la amortización financiera. Por tanto, la generación de caja debe ser suficiente para hacer frente a estos conceptos y con un riesgo económico (que mide la variabilidad de los flujos de caja libres de la empresa) bajo para evitar que en algún periodo haya escasez de fondos.

- c) Selección de un sector industrial atractivo y fragmentado, listo para someterse a procesos de consolidación.
  - d) Estructura de capital simplificada, preferiblemente con un único grupo de accionistas dado que, posteriormente, será necesario complicar la estructura con nuevas emisiones, lo que implicará la necesidad de contentar a todas las partes.
11. Una vez ejecutado el LBO, se producen cambios en diferentes estructuras. Así, se modifican:

- a) La estructura de la propiedad: con el LBO se produce un cambio en el accionariado de la sociedad *Target*. En efecto, *Newco* e indirectamente los promotores del LBO (un *private equity*, o los directivos, o una combinación de ambos) pasarán a ser los nuevos socios de la sociedad *Target*.

Asimismo, en ocasiones también se convertirán en socios de la sociedad *Target* los prestamistas, principales y subordinados, quienes suelen quedarse con la opción de asistir a los consejos de administración y decidir sobre el equipo directivo.

En consecuencia, el poder de los prestamistas es elevado ya que siguen de cerca las actividades de los directivos y pueden influir en decisiones estratégicas.

En cualquier caso, a la hora de configurar la estructura de propiedad lo ideal es intentar conseguir que cada uno de los nuevos socios tenga un fuerte incentivo para conseguir aumentar el valor de la empresa.

- b) La estructura del activo: el cambio en la estructura accionarial afecta a las decisiones estratégicas de cuáles son los negocios en los que se debe permanecer. Los nuevos accionistas, en la búsqueda de la rentabilidad y el aumento de valor, reflexionan sobre cuáles son las áreas de negocio que mayor valor aportan y cuáles no.

Una vez se identifican las áreas de elevado valor añadido, cabe decidir sobre el futuro del resto de áreas.

Frecuentemente, los accionistas deciden salir de esas áreas de negocio generando así un flujo de caja que sirve para realizar inversiones en las áreas clave y acometer la amortización de la deuda.

- c) La estructura organizativa: la presión de hacer frente a las obligaciones de la deuda y de los intereses, obliga a los directivos a optimizar la estructura organizativa buscando la reducción de costes y la mejora de flujos de tesorería.

Los principales factores organizativos empleados son:

- Reducción del tamaño del equipo asesor.
- Acortamiento de las líneas de autoridad y comunicación.

- Centralización de las decisiones estratégicas y descentralización de las operativas.
  - Modificación de los sistemas de incentivos, haciéndolos depender de la productividad alcanzada.
  - Dotación de fluidez y flexibilidad al sistema informativo de gestión.
- d) La estructura financiera: al producirse un aumento en el endeudamiento cambia la estructura del pasivo de las sociedades implicadas en el LBO.
12. Tal y como ya se ha indicado, la operación es realizada generalmente por una entidad de capital riesgo y, por tanto, la inversión tiene carácter transitorio. Así, los compradores pretenden aumentar el valor de la empresa adquirida y venderla en un plazo de entre tres y siete años, materializando las plusvalías generadas.
13. Las principales ventajas que ofrece un LBO para el adquirente son, entre otras, las siguientes:
- a) Le permite llevar a cabo la compraventa con una aportación mínima de fondos propios.
  - b) Los intereses de la deuda se consideran gasto deducible a efectos del Impuesto sobre Sociedades<sup>14</sup>.
  - c) Siempre que se lleve a cabo una reorganización y una expansión adecuada de la sociedad *Target* permite generar unas plusvalías a medio plazo bastante considerables (una TIR del 20 % o superior).
14. Sin embargo, no podemos obviar los inconvenientes y riesgos que puede suponer un LBO, a saber:
- a) El eventual fracaso financiero como consecuencia de una elección errónea de la sociedad *Target*.

<sup>14</sup> Ahora bien, a este respecto se ha de tener en cuenta que el Real Decreto-Ley 12/2012, de 30 de marzo, por el que se introducen diversas medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público ha modulado dicha deducibilidad. En efecto, el mencionado real decreto-ley modifica a través de su artículo 1 el artículo 20 del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades y limita la deducibilidad de los gastos financieros. Así, con la nueva norma no serán deducibles en el año los gastos financieros que excedan del 30 % del resultado (EBITDA) del ejercicio, siendo en todo caso deducible la cantidad de un millón de euros. Eso sí, los gastos que no fueran deducibles en el año sí lo serán en periodos futuros, con un máximo de dieciocho años. Asimismo, el reciente Real Decreto-Ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad ha restringido aún más esta posibilidad al haber adoptado como medida de carácter indefinido, la modificación de la limitación a la deducibilidad de gastos financieros, haciéndola extensiva a todas las empresas en general, sin circunscribirse a su pertenencia a un grupo mercantil.

- b) La falta de terceros interesados en la compra de la sociedad *Target* (o de la participación mayoritaria) propiedad del operador de capital riesgo cuando este desee desinvertir.
- c) La problemática que genera la prohibición de asistencia financiera en este tipo de operaciones.

#### 4. TIPOS

En función de los sujetos adquirentes en la operación podemos distinguir los siguientes tipos de LBO:

1. *Management buyout* (MBO): en este caso la adquisición de la sociedad *Target* la llevan a cabo los directivos de la propia sociedad *Target*, bien solos o bien apoyados por parte de uno o varios patrocinadores financieros.

Las ventajas principales son:

- a) Se aprovecha la oportunidad de adquirir el negocio a un precio más favorable que para otros inversores.
  - b) Los directivos de la propia compañía son los que tienen un mayor conocimiento de la empresa.
2. *Management buyin* (MBI): aquí la adquisición de la sociedad *Target* la ejecuta un equipo profesional externo a la sociedad *Target*, normalmente seleccionado por parte del patrocinador o patrocinadores financieros.

Estos supuestos suelen darse cuando los prestamistas no quieren apoyar financieramente a los directivos de empresas pobremente dirigidas y que deseen adquirirlas, al suponer que fracasarán en su intento de mejorar la gestión de las mismas. Preferirán, pues, a un nuevo equipo directivo, conocido por las entidades financieras que soportan la operación<sup>15</sup>.

3. *Buy in management buyout* (BIMBO): en este supuesto protagonizan la compra de la sociedad *Target* tanto directivos de la sociedad *Target* como profesionales ajenos a la misma.
4. *Leveraged employee buyout* (LEBO): la adquisición de la sociedad *Target* es llevada a cabo por los propios empleados.

---

<sup>15</sup> De hecho, es habitual que las entidades financieras se dediquen a buscar grupos de ejecutivos que puedan levantar determinadas empresas mal gestionadas.

Presenta la ventaja de la transformación del espíritu y los ánimos de los empleados, puesto que pasarán a trabajar para ellos mismos, lo que implica un aumento de la lealtad y devoción al trabajo, reflejándose en poco tiempo en los resultados.

5. *Institutional buyout* (IBO): en este tipo de adquisiciones un inversor institucional participa mayoritariamente en la inversión.
6. *Owners buyout* (OBO): en él uno de los socios de la sociedad *Target* ejecuta la compra de la participación de los demás socios.
7. *Leveraged take-over bids*: se trata de los LBOs sobre sociedades cotizadas. También son conocidos como operaciones *public to private* o P2P debido a que después de la adquisición se excluye a la sociedad *Target* de cotización.
8. *Secondary buyout* (SBO): es aquella operación en la que un fondo de *private equity* compra a otro fondo de *private equity* su participación en una empresa previamente adquirida por este.

Por otra parte, es posible distinguir otras modalidades de LBO, a saber<sup>16</sup>:

1. Por el objeto de los LBOs, podemos distinguir entre adquisiciones apalancadas de activos (*assets* LBOs) y adquisiciones apalancadas de acciones o participaciones (*stocks* LBOs).

La elección de uno u otro tipo de LBO dependerá de las ventajas fiscales (por ejemplo, compensar bases imponibles negativas o evitar la doble imposición) y contables (revalorización de activos y actualización de balances).

2. En función de la estructura financiera y de cómo esté garantizada la misma podemos distinguir entre adquisiciones apalancadas garantizadas (*secured* LBOs), si los activos de la sociedad *Target* son utilizados para garantizar el pago de la financiación, y adquisiciones apalancadas no garantizadas (*unsecured* LBOs), si la financiación no se encuentra respaldada con garantías sobre los activos de la sociedad *Target*.

Ahora bien, en la práctica esta distinción no tiene trascendencia, puesto que los LBOs emplean una combinación de financiación garantizada y no garantizada<sup>17</sup>.

3. También puede distinguirse entre LBOs amistosos y hostiles, en función de si todos los socios de la sociedad *Target* han acordado enajenar su participación en dicha sociedad o de si alguno de ellos se ha opuesto a la operación.

<sup>16</sup> Se trata de la clasificación esbozada por CANDELARIO MACÍAS, I. y LEYVA SAAVEDRA, J.: «El lease-back y el leveraged buy-out: modernas técnicas financieras», *RCyT*. CEF, núm 203, Madrid, 2000.

<sup>17</sup> TORTUERO, J.: «Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2, Madrid, 2007, pág. 12.

Finalmente, no debemos olvidar una modalidad especial conocida como *leveraged build up* (LBU) y que no es otra cosa que la adquisición de una empresa para que actúe de catalizadora en un proceso de adquisición e integración de empresas que pretenda una rápida expansión, utilizando endeudamiento significativo en el proceso de compra<sup>18</sup>.

## 5. LA VALORACIÓN DE LA SOCIEDAD TARGET, EL APALANCAMIENTO FINANCIERO Y EL PAPEL DEL EBITDA

Los patrocinadores financieros, a la hora de decidir si finalmente invierten en la sociedad *Target* y, en consecuencia, ejecutan la operación de LBO, tendrán que tener en cuenta las siguientes cuestiones:

1. La valoración de la sociedad *Target*: la valoración de empresas se utiliza, entre otras cosas, para determinar el valor intrínseco de una compañía con la finalidad de establecer una decisión de inversión. Por ello, la determinación del valor intrínseco debe recoger el valor propio de la compañía medido a través de la capacidad de la misma de generar dinero para los propietarios de las acciones o participaciones.

Por lo que se refiere al supuesto concreto de las adquisiciones apalancadas de empresas, varios han sido los métodos utilizados por los analistas para valorar la sociedad *Target*. Así:

- a) Numerosos expertos suelen valorar los LBOs aplicando el método de múltiplos de transacciones comparables con respecto a los ingresos. Ahora bien, este método aporta un valor aproximado que sirve solo de referencia, pero no aporta un análisis exhaustivo del valor del LBO, pues no incorpora las características de los flujos de caja que componen el verdadero valor de la empresa.
- b) Por este motivo, también es común aplicar el método de descuento de flujos de caja (DFC) con el objetivo de analizar la estructura del LBO y su capacidad de hacer frente a la deuda implícita en la operación. Asimismo, es frecuente utilizar este método por los patrocinadores financieros según los diversos precios de adquisición barajados.
- c) En ocasiones, y como tasa de descuento de los flujos de caja libres estimados, se suele utilizar el coste del capital medio ponderado. Sin embargo, este método salvo que su cálculo se prevea de forma dinámica, presenta numerosas dudas ya que la estructura financiera del LBO varía de año en año.

<sup>18</sup> MASCAREÑAS, J.: «La compra de empresas mediante apalancamiento financiero», *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4.ª edic., McGraw-Hill, Madrid, 2005, págs. 207 y 208.

- d) Finalmente, y como consecuencia de las deficiencias señaladas en los métodos anteriores, el método que goza de mayor aceptación entre los expertos para valorar un LBO es el del cálculo del valor actual ajustado (o «VAA»). Este método se basa en el DFC, es decir, parte del cálculo de la capacidad de la empresa de generar caja. Igual que en el DFC, las variables clave que hay que determinar son la evolución de los ingresos y de los márgenes, las inversiones necesarias y la política de amortizaciones.

El flujo de caja libre indicará los recursos financieros que se pueden repartir los accionistas/socios y los acreedores. A partir del flujo de caja libre se halla el flujo de caja libre de deuda restando la devolución de la deuda de cada uno de los años. Si el flujo de caja libre de deuda es positivo, nos indica que la empresa puede soportar la estructura financiera planteada; si es negativo, deberá reducir el nivel de deuda.

Así, el método de valoración del VAA obtiene el valor de la empresa a través de la suma del valor que tendría la empresa sin deuda (VU o *Value Unleveraged*)<sup>19</sup> y del valor de la desgravación fiscal (VAF o Valor del Ahorro Fiscal también conocidos como VEF o Valor del Escudo Fiscal).

Por otra parte, en la valoración del LBO se debe prestar especial atención al riesgo. Este análisis consiste en proyectar los flujos de caja que se espera que genere la compañía y corroborar que son suficientes para pagar los intereses de la deuda y la amortización del principal. En este análisis se establecen diferentes supuestos cambiando el horizonte, el tipo de interés y el porcentaje de deuda aplicable.

2. El apalancamiento financiero: una de las preguntas que surgen al tratar los LBOs es por qué es interesante endeudarse fuertemente para llevar a cabo la adquisición de la sociedad *Target*.

La respuesta se obtiene entendiendo la figura del apalancamiento financiero así como las ventajas que de este se pueden derivar siempre y cuando se dé como condición previa una serie de presupuestos económico-financieros.

El término de apalancamiento financiero evoca aquellas reestructuraciones financieras que consisten en un notable incremento de los recursos ajenos de la empresa, generalmente bajo forma de endeudamiento bancario aunque también cabe su plasmación en emisiones de bonos u otros instrumentos<sup>20</sup>.

Nosotros únicamente nos vamos a centrar en una de sus manifestaciones, a saber, las adquisiciones apalancadas de empresas.

<sup>19</sup> De este modo, una vez hallado el VAA, debemos restar la deuda para obtener el valor de las acciones/participaciones (o fondos propios).

<sup>20</sup> GONZÁLEZ-GALLARZA GRANIZO, R.: «La financiación de adquisiciones y otras formas de apalancamiento financiero», en la obra colectiva *Estudios jurídicos sobre operaciones de reestructuración societaria*, coordinada por SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M., Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2008, págs. 457 a 485.

De este modo, conviene, en primer lugar, que entendamos desde un punto de vista económico-financiero por qué se utiliza el apalancamiento para adquirir empresas<sup>21</sup>.

Pues bien, el apalancamiento financiero es el efecto que se produce en la rentabilidad de la empresa como consecuencia del empleo de deuda en su estructura de financiación<sup>22</sup>. En definitiva, se trata del incremento de rentabilidad que experimentan los fondos propios a medida que se incorpora más deuda en la empresa.

El impacto del apalancamiento financiero ha de analizarse teniendo en cuenta: (i) por un lado, la relación entre la deuda y los capitales propios, y, (ii) por otro, el efecto de los gastos financieros sobre el margen ordinario.

El apalancamiento financiero es positivo cuando mediante el uso de deuda es posible incrementar la rentabilidad financiera de una inversión. Esta deuda genera un coste financiero (intereses), pero si la inversión genera un ingreso mayor que los intereses a pagar, el excedente pasa a aumentar el beneficio de la empresa.

Así:

$$\text{Rendimiento del activo} > \text{coste de deuda} = \text{apalancamiento financiero positivo}$$

El mercado inmobiliario constituye un buen ejemplo de la utilidad de este concepto: los inversores adquieren una vivienda, pagan una pequeña parte y el resto lo financian a un tipo de interés relativamente bajo (pongamos, en torno al 4% anual).

Por ejemplo: un ahorrador que adquiere un piso por 100.000 euros, paga 20.000 euros y los 80.000 euros restantes los financia mediante hipoteca. Al año, vende la vivienda por 150.000 euros y devuelve la hipoteca, pagando 3.000 euros en concepto de intereses. Si hubiese adquirido la vivienda exclusivamente con fondos propios, la rentabilidad hubiera sido del 50% –obtuvo 50.000 € de beneficio–, pero al financiar 80.000 euros mediante préstamo bancario, a los 20.000 realmente aportados por el ahorrador se le obtienen 47.000 euros de beneficio (150.000 € – 80.000 € – 3.000 € – 20.000 €), es decir, una rentabilidad del 135%. Y al ahorrador le quedan, además, otros 80.000 euros para seguir invirtiendo.

Igual ocurre a la hora de adquirir una empresa: al no financiarse toda la inversión con fondos propios, el beneficio que recibe en función de lo invertido es mayor (siempre que el activo genere ingresos superiores al coste de los intereses), y, por lo tanto, la rentabilidad también.

<sup>21</sup> Si se quiere profundizar en el estudio del apalancamiento financiero recomendamos la lectura de ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. y JORDAN, B. D.: «Apalancamiento financiero y política de estructura de capital», *Fundamentos de finanzas corporativas*, McGraw-Hill, Madrid, 2006, págs. 536 a 570; y BREALEY, R.; MYERS, S. y ALLEN, F.: «Es importante la política de endeudamiento», *Principios de finanzas corporativas*, 8.ª edic., McGraw-Hill, Madrid, 2006, págs. 481 a 508.

<sup>22</sup> LÓPEZ LUBIÁN, F. J.: «El apalancamiento financiero», *Diario ABC*, 25 de enero de 1998.



A cambio, existe un coste mayor en la operación (el tipo de interés), que incrementa el riesgo de que finalmente haya beneficio. Además, al aumentar el endeudamiento, hay mayor riesgo de insolvencia. Por último, la incertidumbre es mayor, pues no se conoce realmente la futura evolución de las rentas generadas por los activos.

En definitiva, el uso apropiado del apalancamiento es una vía para mejorar y aumentar la rentabilidad sobre los recursos propios de la compañía y, por ende, para crear un valor adicional para los inversores o accionistas. Ahora bien, a fin de que este tipo de operación financiera sea exitosa, resulta vital gestionar con acierto la cantidad de deuda asumida, manteniendo una actitud proactiva que se base en el conocimiento del negocio y en las perspectivas sobre su evolución futura. Para ello, tanto los inversores como los directivos tendrán que no solo diferenciar claramente entre la especulación y la gestión empresarial sino además adoptar decisiones de aspectos tan relevantes como la naturaleza de la deuda (moneda nacional o divisa), jerarquía de la misma (si es subordinada o no), coste real de la deuda, naturaleza del tipo de interés (si es fijo o variable), las garantías exigidas en su caso, así como la actitud ante el riesgo.

A la luz de lo anterior, un patrocinador financiero, por lo general, tratará de maximizar el importe de financiación de deuda y minimizar el importe de aportación de fondos propios utilizados para la adquisición de la sociedad *Target*.

Esto se debe a que la cantidad a pagar en la amortización de la deuda no fluctúa en referencia al valor del negocio. Aumentos (o reducciones) del valor del negocio en una salida se ven por tanto «magnificados» con relación al nivel original de aportación de fondos propios.

La siguiente tabla utiliza ejemplos para ilustrar el efecto del apalancamiento, asumiendo una venta a los tres años de realizada la adquisición de la sociedad *Target*, un tipo de interés del 10%, y diferentes escenarios que implican apalancamientos tanto reducidos como elevados y retornos bajos y altos a la salida.

En cada caso, la totalidad de la deuda y los intereses se pagan de los ingresos brutos de venta. Las cifras de porcentaje del retorno subrayan el aumento del retorno que puede generar el apalancamiento cuando una empresa tiene un buen comportamiento, así como el riesgo de grandes pérdidas cuando no lo tiene.

	Valor de salida bajo		Valor de salida alto	
	Apalancamiento bajo	Apalancamiento alto	Apalancamiento bajo	Apalancamiento alto
Precio inicial pagado .....	100	100	100	100
Financiación inicial con fondos propios .....	80	40	80	40
Financiación inicial con deuda	20	60	20	60
				.../...

	Valor de salida bajo		Valor de salida alto	
	Apalancamiento bajo	Apalancamiento alto	Apalancamiento bajo	Apalancamiento alto
.../...				
Ingresos brutos de venta .....	100	100	400	400
Devolución de la financiación de la deuda e intereses .....	26	78	26	78
Importe retornado como porcentaje de la financiación original con fondos propios .....	92,50 %	55,00 %	467,50 %	810 %
Importe retornado como múltiplo de la financiación original con fondos propios .....	0,9x	0,6x	4,7x	8,1x
TIR .....	-2,57 %	-18,07 %	67,21 %	100,41 %

3. El EBITDA: es otro de los grandes protagonistas en las operaciones de LBO. EBITDA es el acrónimo de *earnings before interests, taxes, depreciation and amortization* y no es otra cosa que el beneficio operativo, es decir, la cifra que se obtiene a partir del estado de resultados o estado de pérdidas y ganancias de una empresa. Así, representa el margen o resultado bruto de explotación de la empresa antes de deducir los intereses (carga financiera), las amortizaciones o depreciaciones y el Impuesto sobre Sociedades.

Aunque no se trata de un concepto contable formalmente reconocido, el EBITDA es, con carácter general, una medida aceptada de los beneficios, y utilizada por los patrocinadores financieros y las entidades financiadoras en las operaciones de adquisiciones apalancadas porque excluye la depreciación y la amortización (que no son partidas de efectivo o caja) e intereses y pagos impositivos (que fluctúan en función de cómo opta por financiarse la propia sociedad *Target*). Por lo tanto, el EBITDA ofrece una representación más fiel de los flujos de caja libres y las «ganancias» de la sociedad *Target* que el beneficio de explotación o el EBIT.

De este modo, tanto los patrocinadores financieros como las entidades financiadoras estarán muy centrados en el EBITDA histórico de la sociedad *Target*, en concreto, en el periodo correspondiente a los últimos doce meses para el cual se disponga de cifras.

Como estamos viendo, el nivel de apalancamiento depende de forma resumida de dos factores:

- a) La capacidad de generar caja del negocio y la visibilidad o recurrencia de esta.
- b) Activos con los que cuenta el negocio, sobre todo si son «vendibles», lo que permite incrementar el apalancamiento.

Ahora bien, en sentido estricto, el importe de financiación de deuda ofrecido para una adquisición viene, en definitiva, determinado por los niveles de deuda que pueden soportar los beneficios/flujo de caja de la sociedad *Target*, y no por el valor de los activos de la misma (aunque las entidades financiadoras obtendrán garantías sobre los activos de la sociedad *Target* para proteger su posición frente a una insolvencia).

Por ello, las entidades financiadoras típicamente calcularán el volumen de deuda como un múltiplo sobre la cifra más reciente de EBITDA disponible de la sociedad *Target* (en una base de doce meses) a fin de establecer múltiplos de apalancamiento con respecto a la deuda *senior*, con respecto a la deuda total y con respecto a la deuda cuyos intereses sean pagaderos en efectivo (denominada *cash paydebt*, en contraposición de aquella deuda cuyos intereses sean capitalizables).

La siguiente tabla de fuentes y usos ilustra la forma en la que las entidades financiadoras examinarán la sociedad *Target* en función del efectivo necesario al cierre de la operación y la información financiera de que dispongan.

Uso de los fondos		Fuentes de los fondos		
			Importe	% Cap.
Precio de adquisición .....	90	Deuda <i>senior</i> .....	40	40,0 %
Costes de la transacción .....	10	Deuda <i>mezzanine</i> .....	20	20,0 %
		Deuda PIK .....	10	10,0 %
		Deuda total .....	70	70,0 %
		Fondos propios .....	30	30,0 %
<b>Total usos .....</b>	<b>100</b>	<b>Total fuentes .....</b>	<b>100</b>	<b>100,0 %</b>
Datos financieros		Estadísticas crediticias		
Datos financieros .....		Deuda <i>senior</i> /EBITDA .....		3,6x
EBITDA pro forma .....	11,0	Devolución total <i>cash paydebt</i> /EBITDA...		5,5x
Gastos pro forma por intereses deuda <i>senior</i> .....	2,8	Deuda total/EBITDA .....		6,4x
Gastos pro forma por intereses <i>cash paydebt</i> .....	5,2	EBITDA/Gastos intereses deuda <i>senior</i> ..		3,9x
Precio de adquisición/EBITDA .....	8,2x	EBITDA/Gastos intereses <i>cash paydebt</i> ..		2,1x
		Fondos propios como % de la capitalización total .....		30,0 %

Pues bien, siendo esto así, conviene tener presente que generalmente se suele prestar a nivel de deuda *senior* entre tres y cuatro veces el EBITDA de la sociedad *Target*, aunque en épocas de exuberancia puede ser un múltiplo más alto<sup>23</sup>.

## 6. LA FINANCIACIÓN DE LA ADQUISICIÓN

### 6.1. ASPECTOS GENERALES

Un aspecto fundamental de los LBOs es la financiación. De hecho, el calificativo de «apalancada» (o «*leveraged*» en su versión inglesa) se debe a que la adquisición de la empresa se financia en una parte muy elevada con deuda.

A la hora de configurar la estructura de financiación en un LBO existen dos modelos básicos, la estructura basada en fondos propios (que posee una mayor financiación propia que ajena) y la estructura basada en el endeudamiento (que a diferencia de la anterior tiene una mayor financiación ajena que propia).

En la estructura de financiación basada en fondos propios, se incorporará una parte importante de deuda subordinada, dando una mayor flexibilidad al prestatario que la deuda *senior* (debido a las cláusulas de protección). Esta estructura permite también una mayor flexibilidad a la institución compradora a la hora de realizar adquisiciones, porque la capacidad de decisión no está restringida por los prestamistas. Sin embargo, se renuncia a los beneficios del apalancamiento cuando el endeudamiento es más bien pequeño.

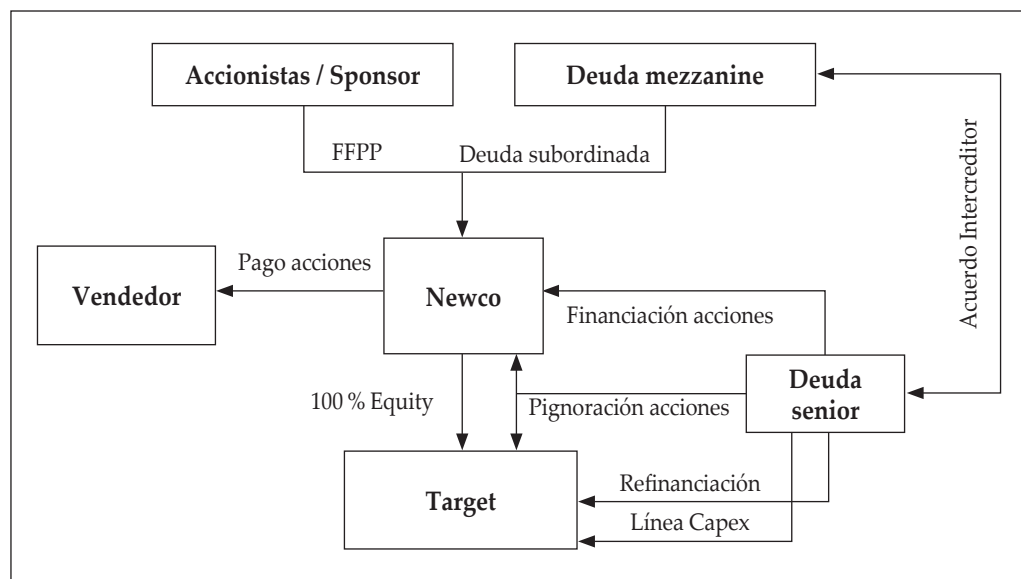
Por el contrario, la estructura de financiación basada en el endeudamiento permite la utilización inmediata del apalancamiento y su impulso para aumentar el rendimiento de la inversión. A cambio, el patrocinador pierde flexibilidad al realizar las sucesivas adquisiciones, dado que

<sup>23</sup> Así lo narraba MANZANO FRÍAS en el año 2007 (época de *boom* de operaciones de LBO): «como indicadores del grado de apalancamiento de estas operaciones, cabe mencionar la ratio de la deuda en relación con el indicador de rentabilidad EBITDA (*earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*). Esta se situó algo por encima del 5% en 2006, frente al 4% en 2002, fecha en la que esta ratio comenzó a experimentar una tendencia creciente [véase *Standard and Poors* (2006)]. Por otro lado, en 2006 el porcentaje de préstamos sobre el mismo indicador de rentabilidad se situaba en Estados Unidos en torno al 5,2%, y en Europa en torno al 5,5%. Según algunos estudios [véase *Goldman Sachs* (2007)], parece que esta ratio es mayor para los préstamos procedentes de operaciones de LBO que para el total de préstamos de unas características parecidas (otros *leveraged loans*). Los precios medios de la empresa objetivo en las operaciones de LBO han experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años, derivado, en medida difícil de cuantificar, tanto de la revalorización de los negocios como consecuencia de la mejora en la eficiencia y de la explotación de las economías de escala en la empresa objetivo como de la fuerte competencia entre fondos de capital riesgo para encontrar proyectos de inversión rentables en un marco de condiciones de financiación muy holgadas. Así, los precios medios de adquisición han aumentado, hasta suponer nueve veces el EBITDA en Estados Unidos, mientras que en Europa se situaban en niveles algo más bajos: en torno a siete veces esta medida de rentabilidad». MANZANO FRÍAS, M. C., *op. cit.*, págs. 42 y ss.

ahora deberá contar con el prestamista en el momento de tomar decisiones, pudiendo necesitar la autorización de este para efectuar la compra.

Como vemos, tanto un modelo como otro presentan ventajas e inconvenientes, utilizándose uno u otro en función de las necesidades de los compradores. Ahora bien, lo cierto es que tratándose de LBOs y debido a lo que su propio nombre significa, lo más frecuente es utilizar la estructura de financiación basada en el endeudamiento.

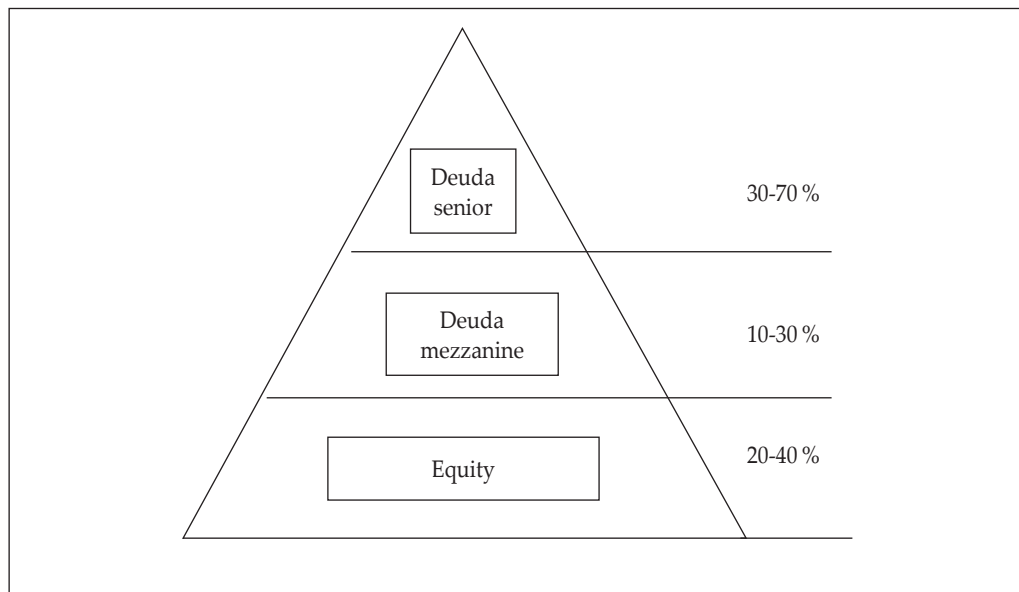
Como se comprenderá fácilmente, excede del propósito de este trabajo analizar en detalle los contratos de financiación y su contenido específico toda vez que existen ya múltiples trabajos de calidad sobre la materia<sup>24</sup>. Ahora bien, ello no obsta para que demos unas breves pinceladas sobre las características de la deuda (combinada con los fondos propios) utilizada por los patrocinadores financieros para adquirir el control de la sociedad *Target*. Así, el esquema clásico de un LBO desde el punto de vista de la financiación sería básicamente el siguiente:



Por otra parte, 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*)<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> DE MUNS YNZENGA, A. y SAAVEDRA ORTIZ, J. J.: «Operaciones de financiación sindicada», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, número 10, 2012, págs. 161-200; y MARTÍN BAUMEISTER, B.: *El contrato de financiación sindicada*, Civitas, Madrid, 2013.

<sup>25</sup> 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



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<sup>26</sup>.

En cualquier caso, la estructura ideal de financiación de deuda para cualquier operación particular dependerá de una serie de factores, entre ellos:

1. El tamaño de la operación.
2. El sector de negocio de la sociedad *Target*.
3. La previsibilidad de los flujos de caja y el grado de estacionalidad de la sociedad *Target*.

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*.

<sup>26</sup> 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 ÁLVAREZ ARJONA, J. M. y coordinada por ERLAIZ COTELO, I., Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2006, págs. 533 y ss.

4. El nivel de flexibilidad operativa (especialmente en relación con futuras enajenaciones y adquisiciones) y la flexibilidad de salida necesaria.
5. Los requisitos de gasto de capital.
6. La capacidad de la sociedad *Target* de cumplir los tipos de pactos financieros habitualmente exigidos por las entidades financiadoras para dicho producto de financiación de deuda concreto.

A continuación, se enuncian las características básicas de cada una de las modalidades de deuda utilizadas en una operación de LBO.

## 6.2. DEUDA SENIOR

La deuda principal o *senior* consiste en una financiación de carácter preferente otorgada por un sindicato de entidades financieras en virtud de la cual los acreedores tienen derecho a cobrar el principal y los intereses con prioridad respecto al resto de financiadores del LBO.

La deuda *senior* se caracteriza, además, por las siguientes notas:

1. Su pago está garantizado por los flujos de caja esperados y por los activos de la sociedad *Target* que serán hipotecados y pignorados según el caso.
2. Es la deuda más barata pues los márgenes habituales para el acreedor oscilan entre un EURIBOR más 2% y un EURIBOR más 4%<sup>27</sup>.
3. Suele cubrir aproximadamente entre un 30 y un 70% de los recursos financieros totales del LBO.
4. Tiene una duración aproximada entre cinco y diez años, siendo posible pactar la amortización anticipada por parte del prestatario a cambio, generalmente, de una comisión de cancelación anticipada.
5. Es una deuda dividida generalmente en los siguientes tramos:
  - a) Tramo de financiación de la adquisición.
  - b) Tramo de refinanciación de la deuda existente de la sociedad *Target*.
  - c) Tramo para financiar las necesidades de circulante de la sociedad *Target*. Este tramo se articula a través de una línea *revolving*.
  - d) Tramos puente.

<sup>27</sup> Vid. nota 25 anterior.

- e) Tramo capex (*capital expenditures*) para financiar inversiones en activos fijos de la sociedad *Target*.
- f) Tramo para financiar futuras adquisiciones permitidas de la sociedad *Target*.

### 6.3. DEUDA *MEZZANINE*

La deuda *mezzanine*, tal y como indica su significado (entreplanta), es la parte de financiación que se encuentra entre la deuda *senior* y el capital social.

Los prestamistas subordinados o *mezzanine* son entidades de capital riesgo, compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de deuda o fondos de pensiones que se agrupan bajo el mando de un banco de inversión con el fin de completar la financiación para realizar la adquisición de la compañía.

La deuda *mezzanine* se caracteriza, además, por las siguientes notas:

1. Se trata de deuda subordinada. Así, no se producirá la devolución del principal al acreedor *mezzanine* si no ha sido previamente cobrada en su integridad la deuda *senior*.
2. Su pago está garantizado mediante hipotecas y prendas de segundo rango sobre los activos de la sociedad *Target*.
3. El tipo de interés es más elevado que el de la deuda *senior* debido a que están sometidos a un riesgo de cobro más elevado. Así, los márgenes habituales para el acreedor *mezzanine* oscilan entre un EURIBOR más 5% y un EURIBOR más 14%<sup>28</sup>. Por ello, al inversor se le proporcionará un rendimiento superior al que obtendría mediante la deuda *senior*, con un riesgo inferior al que representa la adquisición de *equito* (en efecto, tiene menos riesgo que los fondos propios de la compañía porque antes de repartir los dividendos se deben pagar los intereses de la deuda *mezzanine*).
4. Este tipo de financiación es adecuado cuando existen limitaciones para acceder a la deuda tradicional o cuando la dilución derivada de las ampliaciones de capital no es aceptable.
5. Suele cubrir aproximadamente entre un 10 y un 30% de los recursos financieros totales del LBO.
6. Dependiendo de las circunstancias, puede proporcionar una financiación adicional a la deuda *senior* equivalente a dos o tres veces los flujos de tesorería de la empresa.
7. Permite estructuras más flexibles y agresivas que hacen posible la financiación de compañías o proyectos con mayor riesgo.

---

<sup>28</sup> Vid. nota 25 anterior.



8. Los proveedores de la deuda *mezzanine* van más allá que los de la deuda *senior*, ya que incorporan una visión de inversor industrial. Así, es habitual exigir un observador en el órgano de administración de la sociedad *Target*, lo que refuerza aún más el interés industrial de la financiación. Dicho observador puede asistir con voz pero sin voto a las reuniones del órgano de administración o de la junta general de socios.
9. Tiene una duración aproximada entre ocho y diez años. Así, al ser superior el plazo de la deuda *mezzanine* que el de la deuda *senior* se facilita la preferencia de cobro a este último pues los derechos del *mezzanine* devienen líquidos y exigibles después de los del *senior*.

Las ventajas de utilizar deuda *mezzanine* en lugar de otro tipo de financiación son:

1. No se amortiza el principal hasta el final de la vida del préstamo.
2. Menos dilución que una ampliación de capital (con excepciones).
3. Enfoque de capital: el retorno no solo se obtiene mediante el pago de intereses, sino vía crecimiento de la empresa y, por tanto, del valor de la acción/participación.
4. El proveedor del *mezzanine* apoya, por tanto, la gestión de la compañía.

De este modo, una empresa con las siguientes características es la candidata ideal a la financiación mediante deuda *mezzanine*:

1. Capacidad de generar *cash flow*.
2. Fuerte posicionamiento en el mercado.
3. Oportunidades de crecimiento en el sector.
4. Buena trayectoria de rentabilidad.
5. Equipo directivo de gran experiencia.

Por tanto, resulta evidente que la deuda *mezzanine* huye de negocios *start-up* o similares.

Por otra parte, dentro del amplio abanico de posibilidades que existen de financiación mediante *mezzanine*, pueden distinguirse las siguientes modalidades:

1. Deuda *bullet*: la deuda *bullet* es un tipo de préstamo cuya amortización del principal se realiza al final de la vida del mismo. Durante la vida del préstamo tan solo se pagan los intereses.
2. Préstamo con prima de cancelación anticipada: el préstamo con prima de cancelación anticipada posibilita la amortización del préstamo antes de su vencimiento.

En la deuda *senior* o principal se suele cobrar un porcentaje sobre la cantidad anticipada, en razón del quebranto financiero que supone una alteración del calendario de amortización. En este tipo de deuda, sin embargo, sucede lo contrario: se prima en el caso de que se amortice anticipadamente.

3. Préstamo *pay if you can* o PIYC: en este tipo de préstamos el pago de los intereses se realiza cuando se supera un determinado nivel de *cash flow*. Es un préstamo muy útil para compañías pertenecientes a sectores cíclicos.
4. *Payment in kind notes* o PIK: se trata de una modalidad de deuda *mezzanine* que se caracteriza por encontrarse subordinada contractual y estructuralmente y llevar aparejada una opción para el tenedor para ser pagada con bonos o con acciones, acumulando efectivo y principal de la deuda. En ella, el principal y los intereses acumulados se amortizan al final de la vida del préstamo.
5. Deuda convertible, canjeable y *warrants* (*equito kicker*): a nivel *mezzanine*, también suele ser habitual la utilización de la figura del *equito kicker*. Su funcionamiento consiste en que a fin de diluir el riesgo, el financiador o financiadores del LBO piden además a los adquirentes acciones convertibles en preferentes o *warrants* para adquirir acciones ordinarias de la sociedad *Target*.

Así, podemos distinguir las siguientes manifestaciones de esta figura: la deuda convertible, la deuda canjeable y los *warrants*.

En primer lugar, los bonos convertibles son un instrumento de renta fija (bono) que cuenta con la posibilidad de ser convertido (si el tenedor del bono quiere) en un número determinado de acciones nuevas dentro de un plazo y a un precio determinados:

Bono convertible = bono simple + *warrant*

Por su parte, los bonos canjeables son instrumentos de renta fija que pueden ser canjeados por acciones ya existentes de una compañía diferente de la emisora de los bonos. La opción de compra tiene como subyacente las acciones de una compañía que no tiene por qué ser la misma que la emisora del bono.

Bono canjeable = bono simple + opción de compra

Finalmente, por lo que se refiere a los *warrants*, se trata de una opción de compra sobre acciones de nueva emisión de una compañía, a diferencia de la opción de compra, que se realiza sobre acciones ya existentes de la compañía. Por tanto, el *warrant* provoca un incremento del capital de la sociedad; mientras que la opción de compra, no. El *warrant* es un contrato que compromete a la empresa que lo emite a entregar una acción nueva al poseedor del mismo a cambio de una cantidad prevista en el contrato.

6. Bonos de alto rendimiento: la financiación entresuelo, *mezzanine* o subordinada en ocasiones está basada en los bonos de alto rendimiento (*high yield bonds*), también conocidos como bonos basura (*junk bonds*), que se identifican en el mercado por su carácter subordinado, falta de garantía y alto rendimiento para compensar el riesgo.

Los bonos de alto rendimiento son obligaciones de baja calidad crediticia, es decir, que están clasificados como no-inversión por, al menos, una de las agencias independientes de calificación o *rating*.

Las principales características de los bonos de alto rendimiento son:

- a) Plazo: suele ser menor que el de los bonos de mayor calificación, debido a que se comprometen a pagar un tipo de interés superior (alrededor de un 2,5% por encima del de la deuda principal o un 4% por encima del interés interbancario).

El plazo suele ser de cinco años y suelen llevar incorporada una cláusula de amortización anticipada cuando así lo desee el emisor.

- b) Tamaño: la emisión se suele dividir en partes con diferentes amortizaciones y de diferentes clases, a saber, bonos cupón cero, bonos subordinados y pagarés.
- c) Cláusulas de protección: no suelen ser tan restrictivas como las de la deuda principal y se refieren a (i) significativas restricciones sobre los dividendos y otros pagos hasta que mejore el *ratio* de endeudamiento de la empresa; y (ii) a restricciones sobre un endeudamiento adicional hasta que el *ratio* de endeudamiento y la cobertura de intereses alcancen unos valores determinados.
- d) Volatilidad: suelen estar respaldados por una menor cantidad de activos y de fondos propios que la deuda *senior*, por lo que son más flexibles a las fluctuaciones en el valor de mercado de las acciones de la empresa.

El riesgo implícito en este tipo de bonos se descompone en:

- a) Tipo de interés libre de riesgo (es fijo).
- b) Riesgo de interés: variación del precio del bono como consecuencia de una alteración en el valor de los tipos de interés.
- c) Riesgo de impago: riesgo de que el emisor sea incapaz de hacer frente al pago de la deuda.
- d) Riesgo de reinversión: riesgo de que el dinero procedente de los cupones se reinvierta a un tipo de interés inferior al rendimiento del propio bono.
- e) Riesgo de iliquidez: mayor o menor dificultad de negociarlo en los mercados de valores.

## 6.4. OTROS TIPOS DE FINANCIACIÓN

Adicionalmente a lo anterior, es frecuente utilizar otros tipos de financiación en el contexto de un LBO. En particular, merecen ser mencionados los siguientes:

1. Deuda *second lien*: se trata de un híbrido entre la deuda *senior* y la deuda *mezzanine* pues tiene la misma preferencia de cobro que la deuda *senior*, pero está subordinada a ella en lo que a garantías se refiere.
2. Préstamos participativos: de acuerdo con el artículo 20 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica son aquellos que reúnen las siguientes características:
  - a) La entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes. Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad.
  - b) Las partes contratantes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada. En todo caso, el prestatario solo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que este no provenga de la actualización de activos.
  - c) Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos se situarán después de los acreedores comunes.
  - d) Los préstamos participativos se considerarán patrimonio neto a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil<sup>29</sup>.
3. Titulizaciones<sup>30</sup>: las titulizaciones son transacciones en las que derechos de crédito u otros activos de una sociedad *Target* se emplean para respaldar una emisión

<sup>29</sup> Para un estudio en detalle de la figura del préstamo participativo recomendamos: BROSETA PONT, M.: «Régimen de los Préstamos Participativos», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 14, abril-junio 1984; BUSTOS CONTELL, E.: «Préstamo Participativo Instrumento de Financiación de las Pymes», *Aeca*, Madrid, 2002; GARCÍA MANDALONIZ, M.: «Participación y/o subordinación en los instrumentos de financiación», *Revista de Derecho Mercantil*, número 247, 2003; GARCÍA VILLAVERDE, R.: «Créditos Participativos», *Revista de Derecho de Sociedades*, número 9, 1997; MARTÍNEZ SANCHIZ, J. A.: «Préstamos y créditos participativos y subordinados», *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo XXVIII, enero de 1989; y PALÁ LAGUNA, E.: «Algunas cuestiones en torno a la figura del préstamo participativo y su nuevo régimen jurídico», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 70, abril-junio 1998.

<sup>30</sup> Como señala LAMO CÁRCAMO las operaciones de titulización pueden definirse como un método de financiación en virtud del cual una entidad transforma un activo o un derecho de cobro no negociable en valores de renta fija homo-

de deuda en mercados de capitales (habitualmente en forma de bonos cotizados y con calificación crediticia).

Lo cierto es que solo sociedades *target* con flujos de caja muy estables y predecibles son aptas para una titulización. Las titulizaciones permiten elevados grados de apalancamiento a márgenes relativamente reducidos pero consumen mucho tiempo y son caras de ejecutar, además de conducir a una financiación a largo plazo con elevados costes de pagos anticipados y escasa flexibilidad comercial. Una titulización, por lo general, tendría que ser objeto de una financiación puente al cierre de la adquisición mediante el empleo de deuda bancaria proporcionada por las entidades financiadoras en términos sustancialmente similares a aquellos que se emplearían en una financiación de deuda *senior*. Por tanto, a efectos prácticos, es imposible coordinar simultáneamente el cierre de una titulización con el cierre de una adquisición.

## 6.5. ACUERDO ENTRE ACREEDORES, COBERTURA DE RIESGOS Y CAPITAL SOCIAL

A efectos de que se respete la jerarquía y preferencia de las distintas fuentes de financiación, es bastante frecuente que *Newco* y las distintas entidades financieras que conceden la deuda *senior* y la deuda *mezzanine* firmen un acuerdo entre acreedores (*intercredit or agreement*) en virtud del cual se pacta el orden de prioridad en los pagos de *Newco* y las reglas de ejecución de las garantías otorgadas para asegurar el repago de la financiación concedida a *Newco*.

Por otra parte, la fluctuación al alza de los tipos de interés así como de los tipos de cambio puede perjudicar seriamente a los receptores de la financiación. A efectos de disminuir su exposición a esos riesgos se ha ido articulando una serie de mecanismos entre los que podemos destacar los siguientes:

1. *Caps*: se establece un techo o tope máximo a los tipos de interés que los financiadores podrán cobrar.
2. Derivados financieros: se cubren los riesgos financieros mediante opciones, futuros o permutas financieras (*swaps*), siendo lo más frecuente utilizar los contratos marco ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) o CMOF (Contrato Marco de Operaciones Financieras)<sup>31</sup>.

---

généos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados. Se trata, por tanto, de transformar en un valor negociable (y, por tanto, en algo líquido y susceptible de fácil negociación) un activo ilíquido. Para más información véase el estudio realizado por LAMO CÁRCAMO, J. M.: «Operaciones de titulización», en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por SAAVEDRA ORTIZ, J. J. y SERRANO ACITORES, A., Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, págs. 121 y ss.

<sup>31</sup> VEGA VEGA, J. A.: *El contrato de permuta financiera (SWAP)*, Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2002, págs. 22 y ss.; CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L.: «El contrato de Swap o permuta financiera», en la obra colectiva *Operaciones*

Finalmente, no debemos olvidar la financiación con *equity* de una parte de la operación. Así, entre el 20 y el 40% del importe total de los recursos económicos del LBO suelen aportarse en forma de fondos propios (*equity*), generalmente, a través de un aumento de capital en *Newco* por parte de los adquirentes<sup>32</sup>.

En efecto, las entidades financiadoras esperan ver un nivel mínimo de financiación de fondos propios entre las fuentes totales de financiación de la operación. El importe preciso será un punto importante de negociación entre el patrocinador financiero y las entidades financiadoras, y el método para el cálculo de este porcentaje (y la correspondiente redacción en la carta de mandato y en los contratos de financiación) deberá ser previsto con precisión a fin de evitar sorpresas inesperadas en el cierre de la operación a la hora de aportarse por el patrocinador financiero la financiación de los fondos propios.

## 7. EL PLAN DE NEGOCIO

Habrà de elaborarse un plan de negocio detallado para la sociedad *Target* en el que se describa su comportamiento financiero histórico reciente y se emplee dicho comportamiento como base para predicciones sobre el crecimiento futuro de la misma a lo largo de los próximos diez años más o menos. Dichas previsiones se basarán en premisas relativas a variables financieras futuras, incluyendo el crecimiento de las ventas, los ahorros en costes, la fiscalidad y los tipos de interés.

Los patrocinadores financieros, a la hora de tomar su decisión de aportar fondos propios en la adquisición de la sociedad *Target*, normalmente modelizarán diversos escenarios de crecimiento cuyo éxito representará el «recorrido al alza de los fondos propios» en la empresa (e igualmente su «riesgo de fondos propios» de que dichos escenarios<sup>33</sup> no tengan lugar).

Ejemplos de dichos tipos de escenarios incluyen la entrada en nuevos mercados geográficos o de productos, la construcción de nuevas tiendas, importantes reestructuraciones de plantilla u operativas para reducir costes, la renegociación de los contratos de suministro o de otros contratos de especial relevancia (para mejorar las condiciones financieras de la sociedad *Target*), negociación de nuevos contratos o acuerdos (para ofrecer flujos de ingresos adicionales a la sociedad *Target*) y adquisiciones de otros negocios similares a fin de aumentar los ingresos y el beneficio.

---

*mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por SAAVEDRA ORTIZ, J. J. y SERRANO ACTORES, A., Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, págs. 577 y ss.; y ALONSO LEDESMA, C. y ALONSO UREBA, A. (dirs.) y DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M.<sup>a</sup> C.; MUÑOZ PÉREZ, A. F. y PALÁ LAGUNA (coords.), *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, Thomson Reuters-Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2013.

<sup>32</sup> *Vid.* nota 25 anterior.

<sup>33</sup> Los escenarios, en definitiva, constituyen la base de su decisión de invertir, en vista de los retornos que esperan (y necesitan) lograr.

Por otra parte, el plan de negocio también es de gran importancia para las entidades financiadoras a la hora de decidir si se procede o no con la operación. De este modo:

1. El patrocinador financiero y las entidades financiadoras acordarán un conjunto de casos base de previsiones financieras. Se entregará a las entidades financiadoras un modelo financiero de caso base acordado que refleje dichas previsiones<sup>34</sup> como condición previa a la financiación y se utilizará para establecer los *ratios* financieros que deben cumplir los financiados y que serán incluidos en los contratos de financiación<sup>35</sup>.
2. Se pedirá a *Newco* (a través de *representations&warranties*) que responda de la exactitud de la información financiera histórica contenida en el caso base acordado (que constituye el punto de partida de las previsiones) y que las previsiones en el caso base acordado son adecuadas y se basan en premisas razonables.
3. El patrocinador financiero y las entidades financiadoras trabajarán con los asesores contables y financieros encargados de la *due diligence* fiscal y financiera a fin de asegurarse de que las premisas del modelo (por ejemplo, en relación con la deducibilidad de intereses, tipos de gravamen de la sociedad *Target* y las bases de cálculo del EBITDA) están justificadas por los informes correspondientes.
4. Finalmente, las entidades financiadoras también preverán hipótesis de trabajo «a la baja» (por ejemplo, si se reducen las ventas o no se logran ahorros de costes), la probabilidad de dichos escenarios y la capacidad de la sociedad *Target* de cubrir la financiación de la deuda en caso de que sucedan<sup>36</sup>.

<sup>34</sup> A la hora de llegar a una conclusión sobre el comportamiento financiero previsto de la sociedad *Target*, las entidades financiadoras inevitablemente necesitarán confiar en la capacidad de los patrocinadores financieros y del equipo directivo que respaldan para lograr cierto nivel de mejoras en las ventas y el comportamiento operativo (y, por lo tanto, del EBITDA) de la sociedad *Target*. Sin embargo, las previsiones con las que se sienten cómodas las entidades financiadoras serán más conservadoras que aquellas pretendidas por los patrocinadores financieros, y las entidades financiadoras evitarán exponerse a riesgos de fondos propios en la sociedad *Target* en relación con la devolución de la deuda (aunque cuando la deuda intermedia incluya *warrants*, estos últimos proporcionarán a los prestamistas intermedios una participación en el recorrido al alza de los fondos propios en el negocio).

<sup>35</sup> A la hora de acordar este caso base, las entidades financiadoras tendrán en cuenta la capacidad de la sociedad *Target* de cubrir y devolver la financiación de la deuda a lo largo de su vida y, en concreto, el importe de deuda que es probable quede pendiente a la fecha final de devolución y que deberá ser financiado mediante una nueva línea crediticia. Históricamente, las operaciones de adquisición apalancada estaban estructuradas para eliminar (o al menos casi completamente) cualquier riesgo de refinanciación para las entidades financiadoras. No obstante, en el mercado de los años 2004 a 2007 y debido a la fuerte posición negociadora que ostentaban en esta época los patrocinadores financieros era mayor el número de transacciones que incluían cierto riesgo de refinanciación para las entidades financiadoras. Sin embargo, desde el año 2008 las entidades financiadoras, gracias a las turbulencias en los mercados, han recuperado poder negociador y están volviendo a limitar su exposición a este tipo de riesgos.

<sup>36</sup> Estos casos a la baja constituirán parte importante del proceso de aprobación del comité interno de riesgo de las entidades financiadoras encargadas de asegurar la financiación a la hora de comprometerse en la operación. Se incluirán varios escenarios a la baja en la memoria informativa elaborada para la sindicación de la financiación de la deuda.

## 8. BLOQUEO DE DIVIDENDOS

Es un principio básico de los LBOs que el patrocinador financiero no reciba un retorno en efectivo por su aportación de fondos propios hasta que la financiación de la deuda para la adquisición haya sido devuelta. Ciertas excepciones ocasionales que se tratan a continuación deberán ser consideradas caso por caso<sup>37</sup>:

1. Comisión al cierre de la operación (*up front fee*): normalmente el patrocinador financiero obtendrá una cuantiosa comisión al cierre de la adquisición. Normalmente, las entidades financiadoras no plantearán mayor problema a esta comisión siempre que tal importe se refleje de manera adecuada en el flujo de fondos entregados al cierre y en el modelo de caso base acordado.
2. Comisiones de gestión (*management fees*): el patrocinador financiero puede tratar de cobrar una comisión anual de seguimiento (que no esté vinculada a ningún servicio específico prestado al grupo de la sociedad *Target* por parte del patrocinador financiero). Estarán sujetas a un techo anual.
3. Servicios de asesoría: el patrocinador financiero normalmente tratará de obtener capacidad para cobrar por servicios de asesoramiento que ofrezca a la sociedad *Target* (por ejemplo, en relación con una adquisición propuesta). A menudo se limitarán por referencia a un porcentaje del valor de la transacción.
4. Enajenaciones planificadas: el plan de negocio del patrocinador financiero puede contemplar ciertas operaciones específicas de generación de efectivo en el periodo posterior al cierre (por ejemplo, el *sale and lease back* de propiedades inmobiliarias<sup>38</sup> o la enajenación de divisiones no fundamentales de la sociedad *Target*). El patrocinador financiero negociará duramente para que parte de los ingresos procedentes de dichas operaciones se utilicen para financiar un dividendo, aunque esto, por lo general, encontrará amplia resistencia por parte de las entidades financiadoras que preferirán que primero se cobre la deuda pendiente.

<sup>37</sup> Normalmente, los proveedores de deuda permitirán el pago de importes mínimos a los patrocinadores financieros para que puedan hacer frente a gastos administrativos y de otro tipo derivados de las actividades a desarrollar en el contexto del LBO. Los proveedores de deuda, por lo general, tienen mucho interés en que dichos importes sean reducidos pero no representan un retorno sobre la financiación de fondos propios para el patrocinador financiero y, por lo tanto, no deberían, en definitiva, ser objeto de polémica.

<sup>38</sup> Por ejemplo, esto es lo que se hizo en el contexto de la operación de *public to private* de Cortefiel. Así, en el año 2006 las empresas de capital riesgo PAI, Permira y CVC, propietarias de Cortefiel tras una OPA de adquisición y una OPA de exclusión llevadas a cabo en el año 2005 decidieron vender la totalidad de sus activos inmobiliarios sitios en España, Portugal, Francia, Bélgica, Alemania y Marruecos a un consorcio liderado por GE Real Estate y del que formaban parte los grupos AXA, Urbas, GMP y Coperfil por un importe superior a los 300 millones de euros. Muchos de dichos activos inmobiliarios fueron tomados en arrendamiento por el Grupo Cortefiel en una operación de *sale and lease back*.



5. Flexibilidad general: en ciertos casos, el patrocinador financiero tratará de negociar la capacidad general de pago de dividendos (o de recibir un retorno sobre su aportación de fondos propios por otros medios, como por ejemplo mediante la devolución de parte del *equito* con una reducción de capital con devolución de aportaciones o incluso con la devolución de los préstamos participativos). Tal flexibilidad estará sujeta a estrictas condiciones, entre las cuales pueden incluirse:
  - a) El requisito de un sustancial desapalancamiento de la sociedad *Target* (no permitiéndose dividendos a menos que el apalancamiento sea inferior a cierto *ratio* que tenga en cuenta el pago propuesto).
  - b) La ausencia de incumplimientos bajo la financiación en el momento del pago de los dividendos.
  - c) Ausencia de pagos hasta varios años después del cierre de la operación de LBO (independientemente de la situación financiera de la sociedad *Target*).
6. Pagos únicos: independientemente de si los documentos de deuda permiten repartos de dividendos, según lo establecido en el apartado anterior, los patrocinadores financieros, por lo general tratarán de obtener un dividendo adicional mediante:
  - a) La solicitud expresa a las entidades financiadoras de renunciar a uno de sus derechos bajo los contratos de financiación (también conocido como *wai-ver*), en particular al de prohibir el reparto de dividendos, cuando el patrocinador financiero piense que el comportamiento de la sociedad *Target* y el grado de desapalancamiento logrado signifiquen que el sindicato de entidades financiadoras accederá al pago de un dividendo.
  - b) O, cuando sea posible, sacando partido de la fortaleza de los mercados de deuda para recapitalizar (*recap*) la sociedad *Target* y utilizar la deuda adicional bien para repartir un dividendo o bien para reducir el capital de la misma con devolución de aportaciones.

## 9. CONTROL SOBRE LA SOCIEDAD *TARGET* Y LA *NEWCO*

Al hablar de control, nos estamos refiriendo tanto al control sobre la sociedad *Target* como al control sobre la sociedad que efectivamente ejecutará la adquisición, es decir, el control sobre *Newco*. Así:

1. Control de la *sociedad Target*: los LBOs implican que el patrocinador financiero pague para adquirir el control de la sociedad *Target*. Normalmente, esto no es un problema en el contexto de una adquisición privada (entendiendo por esta la adquisición de una sociedad no cotizada), que por lo general supondrá la adquisición de

la totalidad (o al menos de un paquete mayoritario) de acciones o participaciones por parte de una *Newco*, de una sociedad *Target*.

No obstante, la situación se complica en el contexto de la adquisición de una sociedad cotizada. En efecto, en estos casos el patrocinador financiero y las entidades financiadoras deberán acordar un umbral para la condición de aceptación de la oferta que sea inferior al 100 % de las acciones en la sociedad *Target* pues de lo contrario harían prácticamente imposible la operación.

A la hora de acordar este umbral (y el grado de flexibilidad del patrocinador financiero para renunciar a él) las entidades financiadoras deberán entender el nivel de control adquirido sobre la sociedad *Target*, la capacidad de expulsar a cualesquiera accionistas minoritarios existentes en la sociedad *Target* una vez se alcance el umbral (*squeeze-out*), las implicaciones de la consolidación fiscal, la influencia del goteo de dividendos, el impacto sobre el paquete de avales y garantías y/o la rebaja de deuda.

2. Control de *Newco*: las entidades financiadoras esperarán que el patrocinador financiero tenga completo control de *Newco* (y, por lo tanto, de la sociedad *Target* con efecto a partir del cierre de la adquisición) en todo momento hasta que se devuelva la financiación de la deuda. A tales efectos, puede comprobarse el control de diversas maneras:
  - a) La capacidad de controlar directa o indirectamente un porcentaje mínimo de votos en una junta de socios de *Newco*.
  - b) La capacidad de designar directa o indirectamente la mayoría de los miembros del órgano de administración de la misma.
  - c) O por otros medios dirigir sus operaciones o políticas financieras.

En este sentido, no debemos olvidar los indicios que nos proporciona el artículo 42 del CCom al señalar que se presume que existe control cuando una sociedad dominante se encuentre en relación con la sociedad controlada o dependiente en alguna de las siguientes situaciones: (i) posea la mayoría de los derechos de voto; (ii) tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración; (iii) pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto; o (iv) haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores.

Tal es la importancia de la figura del control que, en la financiación, un cambio del mismo en *Newco* implicará la amortización anticipada de la misma. Ahora bien, no es menos cierto que las entidades financiadoras concederán en este aspecto al patrocinador financiero un cierto grado de flexibilidad para que este pueda sindicar su aportación de fondos propios al tiempo que aseguran que retenga cierto grado de control de gestión y de riesgo económico en la operación con el cual las entidades financiadoras se sientan cómodas.

## 10. CERTIDUMBRE DE LA FINANCIACIÓN

Es de suma importancia para todas las partes interesadas que las circunstancias bajo las cuales se requiera a *Newco* cerrar la adquisición de la sociedad *Target* se correspondan con las circunstancias en las cuales las entidades financiadoras hayan de poner a disposición la financiación de la deuda. Tanto los patrocinadores financieros como los vendedores esperarán que la financiación de la deuda sea proporcionada todo ello como consecuencia de la cláusula conocida como de *certain funds*<sup>39</sup> prevista en la financiación, en relación tanto con adquisiciones privadas como con las adquisiciones de sociedades cotizadas. En principio, esto supone que las entidades financiadoras deberán proporcionar la financiación a la misma una vez se hayan satisfecho las condiciones suspensivas iniciales (*conditions precedent*) a menos que:

1. Sea ilegal para ellas hacerlo.
2. *Newco* no pueda pagar cualquier suma adeudada por ella o devenga insolvente.
3. Tenga lugar una manifestación falsa o un incumplimiento de un compromiso en relación con ciertas manifestaciones y compromisos, (limitados) en la medida en que tengan relación con la *Newco* pero no con la sociedad *Target*.
4. Tenga lugar un cambio de control.

## 11. 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:

1. Las adquisiciones apalancadas de empresa o LBO, en tanto que operaciones dinamizadoras de nuestra economía, implican 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 apoyados por potentes equipos directivos) 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.
2. La estructura financiera de un LBO típico en España consistiría en un 20-40% de capital (*equity*), un 30-70% de deuda bancaria preferente (*senior*) y un 10-30% de

---

<sup>39</sup> Tal y como señala el glosario *on line* de la *Revista Española de Capital Riesgo* se trata de aquella estipulación por la cual una entidad financiera pone a disposición del prestatario durante un determinado periodo el dinero necesario para acometer una adquisición, salvo supuestos de insolvencia del prestatario u otros que puedan acordarse.

- deuda subordinada (*mezzanine*). Ahora bien, no podemos olvidar que desde que comenzara 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*.
3. Una empresa que sea buena candidata a un LBO debe cumplir los siguientes requisitos: (i) generación estable y predecible de caja para hacer frente al servicio de la deuda; (ii) empresa estable o de lento crecimiento; (iii) equipo experimentado y estable; (iv) capacidad de endeudamiento infrutilizada; (v) posibilidad de reducir costes; (vi) existencia de activos no estratégicos que puedan ser objeto de venta; (vii) posibilidad de que los directivos sean socios de la empresa para incentivarlos en su trabajo; y (viii) existencia de pocas necesidades de capital de trabajo y programa de inversiones poco exigente.
  4. Los LBOs presentan evidentes componentes tanto económicos como financieros que cualquier asesor financiero o jurídico implicado en este tipo de transacciones debe conocer a fin de poder estructurar y preparar la documentación que dará forma a la operación.
  5. En efecto, una operación de adquisición de empresas cuyo nombre viene aderezado por el calificativo «apalancada» obliga a conocer cuestiones como los métodos de valoración de empresas, la importancia del EBITDA o el funcionamiento del apalancamiento financiero.
  6. Finalmente, no conviene olvidar que a la hora de abordar un LBO, habrá de elaborarse un plan de negocio detallado para la sociedad *Target* en el que se describa su comportamiento financiero histórico reciente y se emplee dicho comportamiento como base para predicciones sobre el crecimiento futuro de la misma a lo largo de los próximos diez años más o menos. Dichas previsiones se basarán en premisas relativas a variables financieras futuras, incluyendo el crecimiento de las ventas, los ahorros en costes, la fiscalidad y los tipos de interés y serán determinantes para que las entidades financieras concedan la financiación suficiente para implementar la operación.

## Bibliografía

- ALONSO LEDESMA, C. y ALONSO UREBA, A. (dirs.) y DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M.<sup>a</sup> C.; MUÑOZ PÉREZ, A. F. y PALÁ LAGUNA (coords.) [2013]: *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*, Thomson Reuters-Civitas, Cizur Menor, Navarra.
- BADÍA, D. [2014]: «Muzinich y Arcano lanzan un fondo de 200 millones para pymes españolas», *Expansión*, 7 de abril.
- BREALEY, R.; MYERS, S. y ALLEN, F. [2006]: *Principios de finanzas corporativas*, 8.<sup>a</sup> edic., McGraw-Hill, Madrid.
- BROSETA PONT, M. [1984]: «Régimen de los Préstamos Participativos», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 14, abril-junio.
- BUSTOS CONTELL, E. [2002]: «Préstamo Participativo Instrumento de Financiación de las Pymes», *Aeca*, Madrid.
- CANDELARIO MACÍAS, I. y LEYVA SAAVEDRA, J. [2000]: «El lease-back y el leveraged buy-out: modernas técnicas financieras», *RCyT*. CEF, núm. 203, Madrid.
- CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L. [2011]: «El contrato de Swap o permuta financiera», en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por SAAVEDRA ORTIZ, J. J. y SERRANO ACITORES, A., Bosch, Barcelona, diciembre.
- DE MUNS YNZENGA, A. y SAAVEDRA ORTIZ, J. J. [2012]: «Operaciones de financiación sindicada», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, número 10.
- ERLAIZ COTELO, I. [2006]: «Las operaciones de Leveraged Buy Out (LBO)», en la obra colectiva *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, dirigida por ÁLVAREZ ARJONA, J. M. y coordinada por ERLAIZ COTELO, I., Aranzadi, Cizur Menor, Navarra.
- GARCÍA MANDALONIZ, M. [2003]: «Participación y/o subordinación en los instrumentos de financiación», *Revista de Derecho Mercantil*, número 247.
- GARCÍA VILLAVERDE, R. [1997]: «Créditos Participativos», *Revista de Derecho de Sociedades*, número 9.
- GONZÁLEZ-GALLARZA GRANIZO, R. [2008]: «La financiación de adquisiciones y otras formas de apalancamiento financiero», en la obra colectiva *Estudios jurídicos sobre operaciones de reestructuración societaria*, coordinada por SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M., Aranzadi, Cizur Menor, Navarra.
- LAMO CÁRCAMO, J. M. [2011]: «Operaciones de titulización», en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por SAAVEDRA ORTIZ, J. J. y SERRANO ACITORES, A., Bosch, Barcelona, diciembre.
- LÓPEZ LUBIÁN, F. J. [1998]: «El apalancamiento financiero», *Diario ABC*, 25 de enero.
- MANZANO FRÍAS, M. C. [2007]: «La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera», *Estabilidad financiera*, número 13, Madrid.
- MARTÍN BAUMEISTER, B. [2013]: *El contrato de financiación sindicada*, Civitas, Madrid.
- MARTÍNEZ SANCHIZ, J. A. [1989]: «Préstamos y créditos participativos y subordinados», *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo XXVIII, enero.

MASCAREÑAS, J. [2005]: «La compra de empresas mediante apalancamiento financiero», *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4.ª edic., McGraw-Hill, Madrid.

– [2005]: *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4.ª edic., McGraw-Hill, Madrid.

MEDINA, J. [2014]: «Financiación: alternativas y oportunidades», *Expansión*, 26 de marzo.

PALÁ LAGUNA, E. [1998]: «Algunas cuestiones en torno a la figura del préstamo participativo y su nuevo régimen jurídico», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 70, abril-junio.

ROSENBAUM, J. y PEARL, J. [2009]: *Investment Banking. Valuation, leveraged buyouts and mergers & acquisitions*, Wiley Finance, Nueva Jersey.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. y JORDAN, B. D. [2006]: «Apalancamiento financiero y política de estructura de capital», *Fundamentos de finanzas corporativas*, McGraw-Hill, Madrid.

SEGURA DE LASSALETTA, R. [2006]: «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 TRÍAS SAGNIER, M., Marcial Pons, Madrid.

SERRANO ACITORES, A. [2007]: «La problemática de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo», *Asocia*, Madrid.

– [2009]: «¿Cómo se financian los LBOs? El contrato de financiación senior», *Directorio Financiero Contable de las revistas Estrategia Financiera y Partida Doble*, La Ley, Madrid.

TORTUERO, J. [2007]: «Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2, Madrid.

VEGA VEGA, J. A. [2002]: *El contrato de permuta financiera (SWAP)*, Aranzadi, Cizur Menor, Navarra.