

EL CAPITAL RIESGO

Finanzas**Tour**

- ✓ Cuando se habla de capital riesgo hay que diferenciar entre lo que es el capital riesgo puro o “venture capital” que se refiere a las etapas iniciales de un negocio y proyectos en expansión y lo que son inversiones en empresas más maduras mediante operaciones de buyout.
- ✓ En Europa se utiliza el término “**Private Equity**” para hablar de la industria en su conjunto (es decir, incluyendo venture capital y buyouts). En EEUU sin embargo, el término venture capital se refiere a las inversiones en etapas iniciales y el término private equity se refiere sólo a los fondos que invierten en **operaciones de buyout**.
- ✓ Las operaciones de buyout o compra apalancada se caracterizan porque la financiación se realiza en un alto porcentaje con recursos ajenos y porque habitualmente están lideradas por inversiones de capital riesgo. Éstos a su vez suelen apoyarse en equipos directivos existentes o en equipos directivos externos que entran en el accionariado bajo ciertas condiciones.
- ✓ La deuda es, por lo tanto, un componente clave de la operación. La empresa objeto de la compra es apalancada de forma que permita a los nuevos accionistas adquirirla poniendo pocos recursos propios y maximizando, por lo tanto, la rentabilidad de su inversión.

- ✓ La compraventa apalancada se diferencia de una compraventa simple en que, a través de una estructura societaria determinada, consistente en la utilización de una compañía vehículo de propósito específico (NEWCO) se busca materializar la compra de la compañía objetivo haciendo frente a un desembolso mínimo de recursos propios, viniendo a recabarse el resto del precio de compra a través de deuda o préstamos (mayoritariamente de terceros distintos del inversor en equity),
- ✓ Al reducirse al mínimo la inversión en fondos propios, la financiación de la NEWCO a través de deuda o préstamos debe ser suficiente para completar el montante necesario para que la NEWCO pueda satisfacer a quienquiera que sea el vendedor o vendedores de las acciones de la target el precio de compra de las mismas (además de para hacer frente a otros gastos que surgirán como consecuencia de la puesta en marcha de la estructura).
- ✓ Por este motivo, el endeudamiento que habrá de conseguir levantar para financiar a la NEWCO será sin duda elevado como será en consecuencia igualmente elevado el servicio de la deuda que comporte dicho endeudamiento.

- ✓ La clave que va a permitir alcanzar esos volúmenes de endeudamiento reside precisamente en el hecho de que en la compraventa apalancada se busca vincular o respaldar contractualmente ese servicio de la deuda al que va a tener que hacer frente la NEWCO con los flujos de caja que la misma previsiblemente va a ir obteniendo a través de la explotación eficiente y bien gestionada del negocio de la target.
- ✓ Evidentemente, la consideración de los flujos de caja previsibles en la target como elemento de respaldo del servicio de la deuda otorgada por los terceros financiadores no es suficiente para que estos financiadores acudan alegremente a desembolsar los voluminosos préstamos que resultan necesarios para financiar a la NEWCO el precio de las acciones de la target, en la parte que no alcance a cubrir el equity de la propio NEWCO.
- ✓ Por este motivo, la estructuración de una compraventa apalancada exige también la instrumentación de las correspondientes garantías reales (prendas, hipotecas...) y personales (fianzas, avales...).

Desarrollo

- ✓ Entre la jerga habitual que se maneja en el mundo del capital riesgo, cabe destacar:

LBO	<i>Compra apalancada</i>
MBO	<i>Compra apalancada por parte del propio equipo directivo de la empresa que se pretende comprar</i>
MBI	<i>Compra apalancada por otro equipo directivo distinto del de la empresa que se pretende comprar</i>
BIMBO	<i>Mezcla de MBO y de MBI</i>
EBO	<i>Compra apalancada por parte de los empleados de la propia empresa que se pretende comprar</i>
Secondary buyouts	<i>Compra de empresas a sociedades de capital riesgo por parte de otras sociedades o fondos de capital riesgo</i>
Buy backs	<i>Recompra de las empresa a sociedades o fondos de capital riesgo por parte de los accionistas originales</i>
Semilla	<i>Financiación proporcionada para investigación, asesoramiento y desarrollo de un concepto inicial de negocio antes de que haya alcanzado la siguiente fase (Start up)</i>
Start up	<i>Financiación proporcionada para el desarrollo del producto y el marketing inicial. En esta fase las empresas ya están en proceso de constitución o llevan poco tiempo en el negocio pero no han comercializado todavía su producto.</i>

PERFIL TÍPICO DE UNA EMPRESA OBJETIVO DEL CAPITAL RIESGO

- ✓ La empresa objetivo debe tener una “masa crítica” suficiente para que la plusvalía a obtener en el proceso de inversión – desinversión, por su volumen en términos absolutos, haga que toda la operación tenga sentido.
- ✓ Debe pertenecer a un sector maduro que no requiera la realización de fuertes inversiones.
- ✓ Además, debe presentar además un crecimiento estable en los últimos años.
- ✓ No debe depender excesivamente de su matriz o de cualquier otra empresa de su grupo > para conseguir una gestión y explotación eficientes, dado que se pretende potenciar su funcionamiento de forma autónoma.

¿POR QUÉ RESULTA INTERESANTE UN ELEVADO APALANCAMIENTO EN UNA OPERACIÓN DE COMPRA?

- ✓ En la medida en que la rentabilidad de la compañía adquirida supere el coste de la deuda (en términos de ratios contables, $ROA > \text{Coste de los recursos ajenos}$), el diferencial se lo llevará el nuevo accionista.
- ✓ Por lo tanto, el nuevo accionista obtendrá la rentabilidad de los activos por el importe aportado por él más el diferencial comentado en el párrafo anterior por el importe financiado por los bancos.
- ✓ Llevado al extremo, si toda la financiación de la operación la pusiese el banco, en una situación de $ROA > CRA$, la rentabilidad para el nuevo accionista sería infinita dado que:
 - $(ROA - CRA) / 0 = \infty$
- ✓ Lógicamente, se asume que la compañía adquirida es viable con el volumen de deuda que conforme el apalancamiento.

- ✓ Con un ejemplo, se puede comprobar lo comentado:
 - Imaginemos que un inversor A adquiere el 100% de una compañía B pagando un precio de 1 millón de euros.
 - ❑ En el escenario I, ese millón de euros es financiado al 50% por deuda con un coste del 3% y patrimonio aportado por el inversor.
 - ❑ En el escenario II, el millón de euros es financiado íntegramente por patrimonio aportado por el inversor.
 - ❑ El ROA de la compañía es el 10%.
 - La rentabilidad obtenida en el escenario II es **10%**
 - La rentabilidad obtenida en el escenario I es $[(10\% \times 500.000) + (7\% \times 500.000)] / 500.000 =$ **17%**
 - ❑ Para que los dos escenarios sean completamente comparables, se asume que el inversor A, en el escenario II, tiene la posibilidad de invertir los 500.000 euros que invierte de menos con respecto al escenario I en otro proyecto con rentabilidades semejantes (si no, estaría dejando ociosos esos 500.000 euros con la consiguiente pérdida de rentabilidad).

✓ Acuerdo de intenciones

- Es el soporte contractual en el que se documentarán una serie de declaraciones de distinto valor por las que se pone de manifiesto el propósito de iniciar o llevar a buen fin una negociación, cuyos términos sólo se identifican de forma aproximada.
- El Acuerdo documenta de forma preliminar los compromisos asumidos por las partes y sirve de instrumento sobre el que se sientan las bases de la negociación y las líneas generales que se seguirán durante la transacción.
- Es, por tanto, un acuerdo preparatorio al de Compraventa y deberá ser suscrito por los mismos sujetos que más adelante vayan a firmar la compraventa (es decir, la NEWCO y los actuales titulares de las acciones de la target).
- Puede formalizarse como carta dirigida por una parte a la otra (LOI > Letter of intent) o puede adoptar la forma de verdadero acuerdo bilateral. La flexibilidad de los acuerdos de intenciones, tanto en la forma como en el fondo, se refleja también en las distintas denominaciones que suele adoptar (LOI, Termsheet, Memorandum of Understanding...)

✓ Due Diligence

- Proceso de revisión y verificación de todos los aspectos de una empresa que puedan afectar a su valoración.

- ✓ Contrato de compraventa
 - Una parte esencial del contrato es el apartado de manifestaciones y garantías, consistentes en un listado de declaraciones que el vendedor realiza acerca del estado actual de la compañía que se dispone a transmitir y de las que el comprador hace depender su voluntad de comprar.
 - Por otro lado, se suelen añadir condiciones suspensivas o condiciones precedentes de las que depende el cierre de la operación. Estas condiciones permiten separar la compraventa en dos momentos temporales:
 - ❑ El signing, momento en que se firma el grueso del contrato y se asume jurídicamente el compromiso de intercambiar las acciones por el precio pero suspendiendo los efectos de dicho contrato hasta el momento en que se verifique el cumplimiento de las condiciones suspensivas.
 - ❑ El closing, momento en que las partes se vuelven a reunir para firmar lo que se conoce como acta de ejecución, documento en el que las partes constatan el cumplimiento de las condiciones suspensivas y proceden a intercambiar efectivamente precio y acciones.
- ✓ Acuerdo de accionistas > fundamentalmente, regula:
 - Quorums reforzados de asistencia a las reuniones de la Junta y Consejo de Administración y mayorías reforzadas para la adopción de acuerdos en dichos órganos sociales.

- “Tag along” o cláusula reguladora del derecho a enajenar en virtud de la cual se obliga a la parte que desea transmitir su participación a que se asegure de que al resto de los socios se les ofrece la misma oportunidad de participar en la transmisión, en idénticas condiciones y a prorrata de su participación.
- “Drag along” o cláusula reguladora de la obligación de enajenar en virtud de la cual se obliga a los minoritarios a que transmitan su participación cuando el socio o socios mayoritarios decidan aceptar una eventual oferta de compra de un tercero que quiere el 100% de la participación.
- Política de dividendos.
- ✓ Estructura de la financiación
 - La estructuración de la deuda que soporta un LBO se segrega habitualmente en los siguientes “pisos” o “capas”:
 - ❑ Financiación externa
 - Deuda Senior (préstamo sindicado) > los primeros en orden de prelación de créditos > siempre incorpora garantías reales
 - Deuda Mezzanine
 - Préstamos subordinados de accionistas
 - ❑ Fondos propios (equity)
 - Préstamos participativos
 - Capital

- ✓ **Ley 25/2005, de 24 de noviembre “Reguladora de las entidades de capital – riesgo y sus sociedades gestoras”.**
 - De aplicación a las entidades de capital – riesgo, en su forma de sociedades y fondos de capital-riesgo y a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo así como a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen entidades de capital-riesgo.
 - **Define a las entidades de capital-riesgo** como entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de Valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la UE o del resto de países miembros de la OCDE.
 - ❑ Asimismo, se consideran inversiones propias del objeto del capital-riesgo la inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50% por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85% del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores al desarrollo de una actividad económica.
 - ❑ **Las entidades de capital-riesgo podrán igualmente extender su objeto principal a la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen siempre y cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los 12 meses siguientes a la toma de la participación.**

- ✓ Dentro de la categoría de entidades financieras se incluyen:
 - Entidades de crédito
 - Empresas de servicios de inversión
 - Entidades aseguradoras
 - Sociedades de inversión colectiva, financieras o no financieras
 - Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, de fondos de pensiones o de fondos de titulización
 - Sociedades de capital – riesgo y sociedades gestoras de entidades de capital – riesgo.
 - Entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones, emitidas por entidades financieras.
 - Las sociedades de garantía recíproca.
 - Fondos de capital riesgo, fondos de inversión colectiva, fondos de pensiones y los fondos de titulización.

- ✓ Las entidades de capital-riesgo pueden adoptar la forma jurídica de:
 - Sociedades de capital – riesgo
 - ❑ Sociedades anónimas con capital suscrito mínimo de 1.200.000 €, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución al menos el 50% y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de 3 años desde la constitución de la sociedad.
 - Fondos de capital – riesgo.
 - ❑ Patrimonios separados sin personalidad jurídica pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora.
 - ❑ Su patrimonio mínimo inicial será de 1.650.000 €

- ✓ Asimismo, las entidades de capital riesgo, pueden ser de dos clases:
 - Régimen común
 - Régimen simplificado > deberían reunir las siguientes características:
 - ❑ La oferta de acciones o participaciones debe realizarse con carácter estrictamente privado (sin actividad publicitaria).
 - ❑ La oferta de acciones o participaciones deber realizarse con un compromiso mínimo de inversión de 500.000 € exigible a cada inversor (con ciertos matices).
 - ❑ Deben contar con un número de accionistas o partícipes igual o inferior a 20. A los efectos del cómputo de este número, no se tendrán en cuenta, en su caso, a los inversores institucionales ni a aquellos que sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital – riesgo.

- ✓ En general, las entidades de capital – riesgo estarán exentas en el 99% de las rentas que obtengan en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de las empresas o entidades de capital riesgo en que participen, siempre que la transmisión se produzca a partir del inicio del segundo año de tenencia computado desde el momento de adquisición o de la exclusión de cotización y hasta el 15^o inclusive.

- ✓ **Coeficiente obligatorio de inversión** > Las entidades de capital – riesgo adecuarán su política de inversiones a los criterios expresamente establecidos en sus estatutos o reglamentos de gestión, respectivamente.

EN TODO CASO:

- Deberán mantener como mínimo el 60% de su activo computable en acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho, directa o indirectamente a la suscripción o adquisición de aquellas y participaciones en el capital de empresas que sean objeto de su actividad.
 - ❑ Dentro de este porcentaje podrán dedicar hasta 30 puntos porcentuales del total de su activo computable a préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, estén participadas o no por la entidad de capital – riesgo y hasta 20 puntos porcentuales del total de su activo computable en la adquisición de acciones o participaciones de entidades de capital riesgo.
 - La inversión de hasta el 20% podrá realizarse siempre que cada una de las entidades de capital – riesgo en que se invierta, no tenga invertido a su vez más del 10% de su activo en otras entidades de capital – riesgo.
- Si se tratase de fondos y sociedades de entidades de capital riesgo, se deberá tener en cuenta lo comentado + la siguiente especialidad:
 - ❑ Se deberá invertir al menos el 50% del coeficiente de inversión obligatorio de su activo computable en otras entidades de capital – riesgo. No podrán invertir en cada entidad más del 40% de su activo que a su vez no podrán tener invertido más del 10% de su activo en otras entidades de capital – riesgo.
- Este coeficiente obligatorio debe cumplirse al finalizar cada ejercicio social.

✓ **Coeficiente de libre disposición:**

- El resto del activo no sujeto al coeficiente obligatorio podrá mantenerse en:
 - Valores de renta fija negociados en mercados regulados o en mercados secundarios organizados.
 - Participaciones en el capital de empresas distintas de las que son objeto de su actividad.
 - Efectivo
 - Préstamos participativos.
 - Financiación de cualquier tipo a empresas participadas que formen parte de su objeto social principal.
 - En el caso de sociedades de capital riesgo, hasta el 20% de su capital social, en elementos del inmovilizado material necesarios para el desarrollo de su actividad.

✓ **Limitaciones de grupo y diversificación de las inversiones:**

- Las entidades de capital-riesgo no podrán invertir más del 25% de su activo computable en el momento de la inversión en una misma empresa ni más del 35% en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades.
- En el caso de entidades de capital – riesgo de régimen simplificado los límites anteriores se extenderán al 40% de su activo tanto para la inversión en una misma empresa como en empresas pertenecientes al mismo grupo.
- Las entidades de capital-riesgo podrán invertir hasta el 25% de su activo en empresas pertenecientes a su grupo o al de su sociedad gestora siempre que se cumplan ciertos requisitos.

- ✓ La prohibición de la asistencia financiera (artículo 81 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y 40.5 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada) tiene incidencia en el ámbito de las adquisiciones apalancadas.
 - El artículo 81 del TRLSA prevé que una sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero.

- ✓ En principio, desde el punto de vista jurídico, los problemas surgen cuando el comprador pretende amortizar la deuda con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados por la Target.

- ✓ Sin embargo, no queda cubierta por la prohibición el supuesto de que el proceso finalice con una fusión entre la sociedad adquirente y la sociedad target ⁽¹⁾. En ambos procedimientos, los mecanismos exigidos legalmente por los artículos del TRLSA que regula las fusiones (proyecto de fusión, informe de expertos y administradores sobre el mismo, información a los socios...), son por si mismos garantía suficiente de los intereses protegidos por la prohibición de asistencia financiera

(1) Si la Newco absorbe a la target estamos ante una Forward merger. Si es la Target la que absorbe a la Newco se trata de una reverse merger.

- ✓ Si bien la legalidad de esta estructura es discutida por parte de la doctrina que ve en ella un posible supuesto de fraude de ley dada la dificultad de probar que la justificación de la fusión se basa en un motivo económico válido diferente de la asunción de la deuda por la target, la viabilidad de las compras apalancadas y su compatibilidad con la prohibición de asistencia financiera han sido recogidas por recientes pronunciamientos judiciales que defienden una interpretación restrictiva del artículo 81 TRLSA.
- ✓ En este sentido, sólo se infligiría ese precepto cuando la asistencia financiera fuera prestada específicamente para la adquisición de las acciones.
- ✓ Por último, no constituyen necesariamente un supuesto de asistencia financiera prohibida, aquellos casos en que el comprador adquiere una sociedad recurriendo a préstamos para financiarla y posteriormente vende parte de los activos de la sociedad adquirida con el fin de evitar supuestos restrictivos de la competencia en concentraciones empresariales.