



**Las exclusiones  
de negociación bursátil  
en el mercado español  
y el capital riesgo**  
Nuria Baena Tovar





---

# **Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital riesgo**

NURIA BAENA TOVAR

Monografía n.º 12.

Junio 2006

Nuria Baena Tovar es técnico de la Dirección de Estudios y Estadísticas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyen al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 84-87870-53-8

Depósito legal: M-32062-2006

Imprime: Cromotex

## Resumen

En 2005 algunas de las principales exclusiones del mercado continuo español estuvieron promovidas por inversores de capital riesgo. Estas operaciones no han sido históricamente muy frecuentes en Europa, pero están teniendo cierto auge en los últimos tiempos, sobre todo en lo que se refiere al aumento del valor efectivo medio de las operaciones. Para el mercado español esta circunstancia incrementa la importancia del progresivo descenso del número de empresas cotizadas. Los inversores de capital riesgo buscan obtener rentabilidades de medio plazo atractivas en el contexto actual mediante la compra apalancada de empresas cotizadas que, a su juicio, se encuentran infravaloradas. Los accionistas de las empresas excluidas obtuvieron unas primas de liquidez en las ofertas de compra previas a la exclusión realizadas por entidades de capital riesgo superiores a las pagadas en el resto de ofertas.



# Índice general

<b>1. Introducción</b>	<b>11</b>
<b>2. Las operaciones <i>public to private</i></b>	<b>13</b>
2.1. Fuentes de generación de riqueza	13
2.2. Operaciones <i>public to private</i> en Estados Unidos y Europa	17
<b>3. Las exclusiones de bolsa</b>	<b>19</b>
3.1. Caracterización de las sociedades excluidas	19
3.2. Operaciones <i>public to private</i> en España	25
<b>4. Por qué han aumentado las <i>public to private</i></b>	<b>29</b>
4.1. La valoración de las sociedades excluidas de negociación	29
4.2. Los costes de salida a bolsa	32
<b>5. Identificación de posibles nuevas exclusiones</b>	<b>35</b>
<b>6. Conclusiones</b>	<b>37</b>
<b>7. Referencias bibliográficas</b>	<b>39</b>
<b>Anexo. Las compras apalancadas de empresas</b>	<b>41</b>

## Índice de cuadros

Cuadro 1.	Operaciones de <i>buyout</i> en Europa por tipo de vendedor	18
Cuadro 2.	Número de empresas excluidas de cotización en las bolsas españolas	19
Cuadro 3.	Capitalización de las empresas excluidas de cotización	20
Cuadro 4.	Detalle de las empresas excluidas de cotización del mercado continuo	23
Cuadro 5.	Valoración de las ofertas de compra previas a la exclusión de cotización de empresas del mercado continuo español	30
Cuadro 6.	Costes monetarios de las salidas a bolsa	34

# Índice de gráficos

Gráfico 1.	Capitalización y valor efectivo de las OPA previas a la exclusión	22
Gráfico 2.	Empresas identificadas del IGBM: endeudamiento y volatilidad de sus ingresos	36



# 1. Introducción

Desde 2005 se ha producido la exclusión de negociación de tres empresas (Amadeus, Cortefiel y Recoletos) del mercado continuo español de cierta importancia en términos de capitalización y liquidez. Estas exclusiones presentaron como particularidad en relación a las registradas en años anteriores que se produjeron tras la entrada en el capital de estas empresas de fondos de capital riesgo, mediante ofertas públicas de adquisición (OPA).

El sector del capital riesgo ha mostrado un reciente interés en llevar a cabo operaciones denominadas public to private (PtoP) en España: comprar acciones de una sociedad que cotiza en bolsa con el objetivo de excluirla del mercado. Normalmente, la oferta de compra de las acciones de la compañía objetivo la realiza una compañía intermedia creada a tal efecto. Los principales accionistas de esta sociedad instrumental suelen ser inversores de capital riesgo y los propios gestores y/o accionistas de la empresa adquirida. Otro aspecto característico de estas operaciones es su elevado apalancamiento financiero. La compra de las acciones se realiza mayoritariamente mediante recursos ajenos, tanto deuda prioritaria como subordinada.

Las operaciones PtoP no se habían realizado prácticamente hasta el momento en el mercado español. Tuvieron su auge en Estados Unidos en la década de 1980 y en Reino Unido en la década de 1990. En el resto de Europa, las operaciones PtoP han sido escasas y las operaciones realizadas hasta 2004 respondieron más bien al perfil de empresas pequeñas de poca liquidez e infravaloradas en el mercado en el que cotizaban.

La entrada de inversores de capital riesgo se está produciendo, asimismo, en empresas no cotizadas, facilitando la venta de empresas familiares y de participaciones de otras grandes empresas. Estas operaciones de desinversión, que han alcanzado en ocasiones cifras muy elevadas (como la venta del grupo Auna y, en menor medida, Panrico<sup>1</sup>), suponen una alternativa a posibles salidas a bolsa de nuevas empresas.

A las exclusiones de compañías cotizadas y la venta privada de sociedades no cotizadas se une la escasa utilización de la salida a bolsa como medio para hacer líquidas las inversiones del capital riesgo. Las recientes exclusiones de Terra y Amadeus, integrantes del segmento de contratación para compañías de alto crecimiento,

---

1. Endesa, SCH y Unión FENOSA vendieron sus participaciones en el grupo de telecomunicaciones Auna por un importe total de 12.851 millones de euros. La venta de Panrico por parte de la familia Costafreda, La Caixa y el Banco de Sabadell se realizó por un importe de 900 millones de euros.

ponen de manifiesto la dificultad de mantener en activo los denominados “Nuevos Mercados” en Europa. No se descarta además que en el futuro se produzcan nuevas exclusiones<sup>2</sup>.

En las siguientes páginas se analiza el fenómeno de las operaciones PtoP. En la primera parte, se repasan las ventajas que la literatura económica atribuye a estas operaciones y la evidencia empírica existente. Además se describe la evolución de las operaciones PtoP a nivel internacional.

La segunda parte se centra en el caso español. Primero se analizan las PtoP en el contexto general de exclusiones en la bolsa española y después se exponen las características particulares de las PtoP realizadas hasta la fecha.

Al margen de la racionalidad económica de las PtoP, se ha creído conveniente analizar otros factores que pueden estar influyendo en el aumento de las operaciones PtoP, tales como la valoración de las sociedades excluidas y los costes de permanencia en bolsa. Estos aspectos se han recogido en el punto 4. Por último, se hace un ejercicio de identificación de empresas cuyo perfil o características las puede llevar a ser objeto de futuras PtoP.

---

2. Se encuentran en proceso dos OPA sobre Telepizza y TPI. La sociedad oferente de Telepizza está participada por diversos socios, entre los que se encuentran entidades de capital riesgo y ha comunicado en el folleto de OPA su intención de promover la exclusión de cotización de Telepizza si el nivel de aceptación de la oferta es elevado. Para la venta de la participación de Telefónica en TPI existen tres posibles oferentes, dos de ellos son consorcios de capital riesgo.

## 2. Las operaciones *public to private*

Al hablar de operaciones PtoP nos referimos a las compras de participaciones significativas de empresas que cotizan en bolsa que, con posterioridad a la adquisición, son excluidas del mercado. La mayoría de estas operaciones se financian con un porcentaje de deuda elevado, superior a la media de la industria o sector en que se encuentran. Por ello, la literatura empírica se refiere a las PtoP también con la denominación *leveraged buyout* (LBO)<sup>3</sup>.

La mayor parte de las PtoP son operaciones lideradas por un equipo gestor. Cuando éste pertenece a la propia sociedad objetivo, estas operaciones se denominan *management buyout* (MBO). En caso de que la compra apalancada se realice por gestores externos, las operaciones se denominan *management buyin* (MBI). Como variantes a estas modalidades de compra se encuentran las IBO<sup>4</sup> y las BIMBO<sup>5</sup>.

La European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) define las PtoP como una operación en la que se hace una oferta de compra por la totalidad del capital de una empresa cotizada objetivo por parte de una nueva empresa (Newco) que tras la compra pasa a ser una compañía privada. Los accionistas de la Newco suelen ser miembros del equipo directivo de la empresa objetivo y entidades de capital riesgo. La financiación restante de la oferta se realiza mediante deuda.

### 2.1. Fuentes de generación de riqueza

La literatura económica ha analizado cuáles son los motivos que justifican realizar operaciones PtoP. Los ocho argumentos o hipótesis que se manejan como fuentes de creación de valor o generación de riqueza se repasan a continuación junto con la evidencia empírica al respecto.

- **Beneficios fiscales.** El alto endeudamiento de la empresa objetivo que conlleva la operación permite obtener deducciones fiscales por los intereses de la deuda. Kaplan (1989) estimó que los beneficios fiscales para las PtoP realizadas en Estados Unidos entre 1980 y 1986 representaron entre el 21% y el 72% de la prima pagada a los accionistas de la empresa objetivo.

---

3. Las operaciones de compra apalancada de empresas se tratan más en detalle en el anexo I.

4. *Institutional buyout*: los nuevos propietarios de la empresa excluida son únicamente inversores institucionales o empresas de capital riesgo.

5. *Buyin management buyout*: en la compra participan miembros del equipo gestor de la empresa objetivo y gestores externos.

Sin embargo, se discute que los beneficios fiscales constituyan un motivo para realizar la operación pues, en un mercado competitivo por el control societario, el predecible beneficio fiscal puede ser incorporado al precio de compra y, por tanto, resultar apropiado por el antiguo accionista de la sociedad objetivo.

- **Costes de agencia.** De la teoría de la agencia subyacen tres hipótesis que justifican las PtoP.
  - **Hipótesis de realineación de incentivos.** La reunificación de la propiedad y el control que se produce en las operaciones PtoP puede incrementar el valor de la empresa. La realineación de los intereses de los gestores con los de los accionistas es contemplada por Jensen and Meckling (1976) como un importante factor determinante de la decisión de privatizarse. Este argumento ha sido rebatido por algunos autores, que aducen que no explica completamente la creación de valor en los *buyout*. Son varios los estudios que proporcionan evidencia empírica que impiden establecer una relación de causalidad entre estructura de la propiedad y rentabilidad: Demsetz and Lehn (1985), Demsetz and Villalonga (2001), Himmelberg *et al.* (1999), Palia (2001).
  - **Hipótesis de control.** En las empresas con un accionariado muy disperso ningún accionista en particular asume el coste de controlar a los gestores. Al llevar a cabo la operación de *buyout*, el capital se concentra en pocas manos y los accionistas están más motivados para llevar a cabo la monitorización de los gestores. En definitiva, la fuente de riqueza en este caso proviene de la mejora en la calidad del control y la reducción de los costes de agencia.
  - **Hipótesis del flujo de caja libre.** El concepto de flujo de caja libre definido por Jensen (1986) se refiere al exceso del flujo de caja respecto al necesario para invertir en todos los proyectos que tienen un valor actual neto (VAN) positivo, una vez descontados los flujos a un coste de capital pertinente. En industrias maduras, donde se genera mucha tesorería y las perspectivas de crecimiento son bajas, los gestores están incentivados para retener recursos y dedicarlos a hacer crecer la empresa más allá de su tamaño óptimo, invirtiendo en proyectos con VAN negativos. En este escenario, el endeudamiento que conlleva una operación de *buyout*, y el consecuente aumento del riesgo de impago, obliga a realizar una gestión más eficiente de los recursos. Por lo tanto, según esta hipótesis la fuente de riqueza proviene de la eliminación del problema del flujo de caja libre, de la función de control que ejerce la deuda sobre los proyectos de inversión.
- **Transferencia de riqueza.** Se refiere, principalmente, a la riqueza que se transfiere desde los bonistas a los accionistas en las operaciones de *buyout*. Existen, en general, tres mecanismos para transferir riqueza desde los bonistas a los accionistas: (i) un incremento inesperado en el riesgo de los proyectos de inversión, (ii) un aumento en el pago de dividendos y, (iii) una emisión inesperada de deuda con igual o superior vencimiento. En un *buyout*, este tercer mecanismo puede suponer una importante expropiación de riqueza para los bonistas, debido al incremento de riesgo que supone para ellos el hecho de que

la empresa aumente la proporción de deuda de su estructura financiera, a la vez que los accionistas mejoran su ratio de rentabilidad al incrementar la deuda.

A pesar de ello, esta reducción en el valor de la deuda puede ser compensada por otros efectos favorables derivados de la operación. En primer lugar, pueden disminuir los intereses de otros grupos con derechos en la empresa (la agencia tributaria, los empleados, pensionistas). En segundo lugar, la función de control de la deuda descrita antes puede disminuir el riesgo para los acreedores. En tercer lugar, un *buyout* promovido por los *insiders* (accionistas de control) es percibido de forma favorable por los mercados e interpretado como un aumento de la capacidad para atender la deuda. En cuarto lugar, la operación de *buyout* puede incluir la renegociación o devolución de la deuda existente.

Los estudios empíricos no proporcionan una evidencia clara de que las operaciones de *buyout* supongan una expropiación de riqueza a los bonistas. Warga and Welch (1993) sí obtuvieron pérdidas significativas para los bonistas en LBO. En los trabajos de Asquith and Wizman (1990) y de Cook *et al.* (1992) las pérdidas para los bonistas se producen en caso de que no estén protegidos por algún convenio. Por el contrario, en Marais *et al.* (1989) no se constata la existencia de pérdidas significativas para los bonistas. En este último estudio y en Amihud (1989) y Weinstein (1983) se constata, sin embargo, el hecho de que si bien las agencias de *rating* disminuyen la clasificación de la deuda de las empresas objeto de operaciones PtoP, ello no afecta al precio de los bonos.

En conclusión, no puede decirse que la transferencia de riqueza de bonistas a accionistas constituya por sí sola un elemento determinante en la decisión de privatizar una compañía.

La literatura económica se ha centrado menos en el estudio de otros tipos de transferencias de riqueza. Por ejemplo, las derivadas de: (i) la posible reducción de los salarios o del número de empleados y (ii) los beneficios fiscales, es decir, de la transferencia de riqueza del Estado a los accionistas.

- **Costes de transacción.** Los beneficios de las operaciones PtoP se derivarían de la eliminación de los costes asociados al hecho de cotizar en bolsa.
- **Defensa anti-OPA.** Las operaciones de compra de sociedades cotizadas por parte de los propios directivos (MBO) les permiten seguir manteniendo el control de la sociedad en casos de ofertas de compra hostiles.
- **Hipótesis de la infravaloración.** Los gestores o inversores externos especializados como los fondos de capital riesgo consideran que el precio de las acciones no está reflejando el valor potencial de los activos de la empresa. Los beneficios de una operación de *buyout* se originarían en esta diferencia entre el precio en el mercado y la capacidad estimada de generación de beneficios.

Los estudios empíricos sobre las operaciones PtoP se pueden clasificar en cuatro grupos, según la fase de la operación de *buyout* a que se asocia:

- (i) Fase de *intención* → se describen las características de la empresa antes de tomar la decisión de exclusión y se la compara con las de aquellas empresas que están cotizando. Esta fase termina con la presentación de la oferta de compra.
- (ii) Análisis del *impacto* de la oferta → se analiza el precio de mercado de la acción y la prima pagada a los antiguos accionistas.
- (iii) Fase de *proceso* → tras la exclusión de cotización los estudios se centran en la creación de valor por parte de los nuevos accionistas.
- (iv) *Duración* de la inversión → se centra en la determinación del plazo en que la empresa permanece excluida de cotización y en analizar las modalidades de la desinversión, entre las que se encuentran el volver a sacar a bolsa la empresa (operación denominada *reverse LBO*).

La evidencia empírica es numerosa. La mayor parte de los estudios se han realizado con muestras de empresas de la década de 1980 en Estados Unidos –un período en el que se produjo la primera oleada de operaciones PtoP en dicho país– y en el Reino Unido.

En Renneboog and Simons (2005) se han recopilado buena parte de estos estudios en cada una de las cuatro fases. Los resultados ponen de manifiesto la dificultad de extraer conclusiones claras y unánimes. De la primera fase, sólo existe una cierta unanimidad en el rechazo del argumento del flujo de caja libre como generador de riqueza. De la segunda fase, existe consenso sobre la relación directa entre el número de sociedades oferentes y la prima pagada por la sociedad objetivo. También se confirma en gran parte de los estudios la hipótesis de la infravaloración en las operaciones de *buyout*. En cuanto a la fase posterior a la compra, la creación de valor se asocia en una parte significativa de los estudios a dos argumentos: la realineación de incentivos de gestores y accionistas y la capacidad de control del equipo gestor. La transferencia de riqueza se descarta en gran parte de los estudios empíricos.

En cuanto a la duración de la exclusión de cotización, existe alguna evidencia empírica sobre operaciones realizadas en Estados Unidos y Reino Unido. Los resultados presentan cierta variedad, tanto en lo que se refiere al período temporal como a los factores que llevan a un *reverse LBO*. En Kaplan (1991) la probabilidad de un *reverse LBO* alcanza su nivel máximo entre 2 y 5 años y decrece a partir de 7 años. En Van de Gucht and Moore (1998), la probabilidad crece hasta los 7 años y decrece a partir de entonces. En Wright *et al.* (1995) la mayor probabilidad de volver a salir a bolsa se sitúa entre 3 y 6 años. Los factores que influyen en la decisión incluyen el contexto de los mercados financieros, la estructura de la propiedad o más en concreto la participación del equipo gestor en la empresa.

Por último, hay que señalar que dado que los estudios empíricos se refieren a la década de 1980 y primeros años de la década de 1990, no está claro que los resultados de éstos puedan extrapolarse a la segunda oleada de operaciones LBO de la década de 1990 en Estados Unidos y a las operaciones PtoP realizadas en el Reino Unido y, menos aún, en la Europa continental donde, como veremos en el siguiente apartado, este tipo de operaciones han sido escasas. En conclusión, sería necesario reali-

zar otros estudios con muestras de operaciones realizadas en la segunda oleada de LBO y procedentes de varios países.

## 2.2. Operaciones *public to private* en Estados Unidos y Europa

En Estados Unidos y Reino Unido, la exclusión bursátil de compañías cotizadas por compra de participaciones mayoritarias de entidades de capital riesgo se realizó, con mayor o menor relevancia, desde los primeros años de la década de 1980. Una primera oleada de operaciones PtoP, hasta 1989, tuvo su origen en la reestructuración y las compras hostiles de empresas, en las que predominaron las operaciones LBO y MBO.

La década de 1990 fue escasa en PtoP por las quiebras de empresas que se produjeron y los cambios que se introdujeron en la legislación de OPA al objeto de reducir el grado de hostilidad de las mismas. A partir de 1997, las PtoP volvieron a aumentar considerablemente. En Estados Unidos, el auge tuvo que ver con la reducción del atractivo de cotizar en bolsa, sobre todo para las pequeñas empresas, en un contexto de mercado bajista (más costosa la captación de fondos en el mercado bursátil), de reducción de los volúmenes de negociación y más recientemente con el incremento de las exigencias a las sociedades cotizadas que introdujo la Ley Sarbanes-Oxley en 2002.

En Reino Unido, las razones del aumento de las PtoP en la década de 1990 tuvieron que ver con la creciente presencia del capital riesgo, las facilidades de financiación de estas operaciones mediante deuda, el apoyo de los accionistas de las sociedades objetivo en las OPA y la expectativa de poder alcanzar el 100% del capital de la sociedad objetivo con la introducción de las disposiciones de *squeeze-out*. La falta de liquidez en el mercado y la necesidad de financiar el crecimiento de las compañías llevaron a la venta de pequeñas empresas a las firmas de capital riesgo.

Las operaciones PtoP en el resto de Europa han sido pocas y mucho menores que las efectuadas en Reino Unido y Estados Unidos. No sólo porque el número de empresas cotizadas también es mucho menor, sino también por cuestiones de cultura y actitud financiera de las entidades de capital riesgo y las empresas cotizadas. Las primeras han sido menos propensas a embarcarse en operaciones PtoP y las pequeñas sociedades cotizadas que, pese a su baja liquidez, son reacias a salir de bolsa por cuestiones de "imagen, prestigio y reputación". A estas causas hay que añadir una regulación legal y fiscal no tan favorable como en Reino Unido de las transacciones PtoP. En general, las pocas operaciones PtoP realizadas en Europa hasta 2004 respondían más bien al perfil de empresas pequeñas con poca liquidez e infravaloradas que no utilizaban el mercado bursátil como medio de financiación.

Los datos disponibles más recientes sobre PtoP para Europa<sup>6</sup> (véase cuadros 1) muestran que la media de este tipo de operaciones fue de 24 transacciones por año entre 2000 y 2004, que vienen a representar un 6% del total de *buyouts* realizados en dicho período. El importe medio por PtoP entre 2000 y 2004 fue de 503 millones de euros. Estas cifras superan claramente las registradas en España en el mismo período. De

6. Se consideran los países de la UE de los 15 (excepto Grecia) junto con Noruega y Suiza.

los 79 *buyouts* realizados sólo uno correspondió a una operación de PtoP (el 1,26% del total). El importe de dicha operación fue de 150,1 millones de euros.

Las cifras de *buyout* en Europa muestran que en 2004 se produjo un considerable aumento del importe medio por operación, que fue de 626,3 millones de euros, el mayor de los últimos cinco años. Esta evolución se encuentra en línea de lo ocurrido en España a partir de 2004.

### Operaciones de *buyout* en Europa por tipo de vendedor

CUADROS 1

#### 1.1. Número

	2000	2001	2002	2003	2004
Familia	167	122	100	114	161
<b>Sociedad cotizada (PtoP)</b>	<b>34</b>	<b>26</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>18</b>
Inversor institucional	58	58	56	82	115
Empresa nacional	140	126	108	126	121
Empresa europea	23	17	27	19	32
Empresa extranjera	22	22	22	23	25
Empresa privatizada	6	3	3	2	2
Otros	21	14	22	18	6
<b>Total</b>	<b>471</b>	<b>388</b>	<b>357</b>	<b>410</b>	<b>480</b>
Pro-memoria:					
Sociedad cotizada (% s/total)	7,2	6,7	5,3	6,3	3,8

#### 1.2. Importe

Millones de euros	2000	2001	2002	2003	2004
Familia	5.924,3	1.176,8	5.222,9	5.587,1	10.458,9
<b>Sociedad cotizada (PtoP)</b>	<b>13.312,0</b>	<b>14.007,3</b>	<b>10.741,0</b>	<b>10.075,2</b>	<b>11.272,6</b>
Inversor institucional	10.193,7	4.828,7	10.446,3	14.704,4	24.756,9
Empresa nacional	29.409,3	31.051,0	17.419,5	27.035,9	21.072,7
Empresa europea	2.549,5	5.141,8	8.095,2	2.911,5	4.815,5
Empresa extranjera	1.741,9	5.207,1	3.015,1	1.262,1	3.987,7
Empresa privatizada	1.360,7	2.191,7	1.602,3	389,0	50,8
Otros	860,3	166,6	1.706,3	601,7	185,1
<b>Total</b>	<b>65.351,7</b>	<b>66.771,0</b>	<b>58.348,6</b>	<b>62.566,9</b>	<b>76.600,2</b>
Pro-memoria:					
Sociedad cotizada (% s/total)	20,4	21,0	18,6	16,1	14,7
Importe por operación	391,5	538,7	570,6	387,5	626,3

Fuente: "European Leveraged Buyout Report 2005". Initiative Europe, Private Equity, Intelligence Report 17, abril de 2005.

### 3. Las exclusiones de bolsa

#### 3.1. Caracterización de las sociedades excluidas

##### Número de empresas

El número total de empresas cotizadas en el mercado bursátil español se ha ido reduciendo de forma continuada en los últimos años. Como puede apreciarse en el cuadro 2 en el mercado español cotizaban un total de 187 empresas (186 considerando la exclusión de Cortefiel en marzo de 2006) cuando a finales de 2001 lo hacían 267. En el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), el número de empresas cotizadas era de 125, 17 menos que hace cuatro años.

El número de exclusiones planteadas en 2005 no fue elevado en relación a ejercicios anteriores. En el SIBE, las exclusiones en sentido estricto –esto es, sin considerar las bajas por fusión entre empresas o las derivadas de un cambio en el ámbito de nego-

**Número de empresas<sup>(1)</sup> excluidas de cotización en las bolsas españolas** CUADRO 2

	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>47</b>	<b>24</b>	<b>14</b>
SIBE	5	7	11	7	7
<b>Exclusiones</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>6<sup>(2)</sup></b>
Por fusión	3	1	5	0	1
Corros	8	11	35	12	3
Exclusiones	8	9	26	12	3
Por fusión	-	2	9	-	-
2.º mercado	1	5	1	5	4
<i>Pro-memoria:</i>					
<b>N.º empresas cotizadas</b>	<b>267</b>	<b>251</b>	<b>219</b>	<b>198</b>	<b>186<sup>(2)</sup></b>
SIBE	142	140	132	128	125 <sup>(2)</sup>
Corros	96	87	65	53	47
2º mercado	29	24	22	17	14

Fuente: CNMV.

(1) A finales de año, sin incluir las SICAV. (2) Incluye la exclusión de Cortefiel, cuyo proceso de PtoP se inició en mayo de 2005, si bien su exclusión efectiva se produjo el 21 de marzo de 2006.

ciación– fueron seis (incluida Cortefiel), prácticamente el mismo número que en 2002, 2003 y 2004. Las empresas excluidas fueron: Aldeasa, Amadeus, Cortefiel, Global Steel Wire, Recoletos y Volkswagen. De éstas, tres (Amadeus, Cortefiel y Recoletos) fueron promovidas por entidades de capital riesgo. Se produjo asimismo una exclusión significativa en el SIBE por motivos de fusión, la de Terra, por su integración en Telefónica.

### Capitalización

La capitalización de las empresas excluidas del mercado continuo tramitadas en 2005 no es una cifra especialmente elevada. La comparación histórica de los datos se ha realizado sin considerar la exclusión de Volkswagen. Es esta una sociedad de elevado tamaño para el mercado español: su capitalización en la sesión previa a la exclusión era de 11.847,7 millones de euros. Sin embargo, su importancia relativa no era relevante: estaba listada en el mercado continuo español desde septiembre de 1990, pero su negociación estaba concentrada en las bolsas alemanas, por lo que la difusión y liquidez en el mercado bursátil español era reducida.

De esta forma, la capitalización de las exclusiones de 2005 fue de 9.416 millones de euros, una cifra que es un 6,4% superior a la capitalización de las exclusiones de 2004, pero inferior a los 9.854,1 millones de euros de 2003. Si no se consideran las exclusiones técnicas por fusión, la capitalización habría descendido en 2005 hasta los 7.668,2 millones de euros desde los 8.852,7 millones de euros de 2004 (véase cuadro 3).

#### Capitalización<sup>(1)</sup> de las empresas excluidas de cotización

CUADRO 3

Millones de euros	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Total</b>	<b>2.595,7</b>	<b>6.862,6</b>	<b>11.073,8</b>	<b>9.368,6</b>	<b>9.940,9</b>
SIBE	2.570,8	5.943,0	9.854,1	8.852,7	9.416,0
<b>Exclusiones</b>	<b>1.511,4</b>	<b>5.420,3</b>	<b>3.875,1</b>	<b>8.852,7</b>	<b>7.668,2<sup>(2)</sup></b>
Por fusión	1.059,4	522,7	5.979,0	-	1.747,8
Corros	22,7	864,2	1.214,8	387,6	482,4
Exclusiones	22,7	512,6	846,6	387,6	482,4
Por fusión	-	351,6	368,2	-	-
2.º mercado	2,2	55,4	4,8	128,2	42,5
Pro-memoria: exclusiones					
s/ total mercado, %	0,55	1,87	2,38	1,67	1,51
<b>De SIBE/ total SIBE, %</b>	<b>0,58</b>	<b>1,75</b>	<b>2,27</b>	<b>1,68</b>	<b>1,53</b>
De exclus. SIBE / total SIBE, %	0,34	1,60	0,89	1,68	1,24
Deorros / total orros, %	0,09	3,17	4,03	1,13	1,20
De 2.º m / total 2.º m, %	0,66	14,46	1,31	43,85	13,82

Fuente: CNMV.

(1) A finales de año, sin incluir las SICAV. Para su cálculo se ha tomado el precio de cierre de la empresa en la sesión anterior a su exclusión. (2) En esta cifra se ha eliminado la exclusión de Volkswagen pues su elevada capitalización distorsionaría la comparación anual de los datos.

El tamaño de las exclusiones –medido por su importancia relativa en la capitalización– tampoco resulta indicativo de un incremento de la importancia de las exclusiones realizadas en 2005. El peso de las efectuadas en el mercado continuo (incluyendo a Cortefiel) fue del 1,53% de la capitalización total del SIBE. Este porcentaje es inferior a los de 2002, 2003 y 2004. Si consideramos únicamente las exclusiones en sentido estricto en el SIBE, su importancia relativa sería del 1,24% por debajo del 1,68% de 2004.

En 2005, el hecho diferencial más significativo de las exclusiones en el mercado continuo fue que la mayor parte de la capitalización correspondió a las tres salidas promovidas por entidades de capital riesgo. Su valor de mercado fue de 6.751,9 millones de euros, el 1,09% de la capitalización del SIBE a finales de año. La salida de bolsa más relevante fue la de Amadeus. Su capitalización previa a la exclusión era de 4.336,5 millones de euros. Además, esta sociedad se encontraba entre las más líquidas del mercado: formaba parte del índice Ibex 35 y del Ibex 35 Nuevo Mercado.

La exclusión de Terra a mediados de 2005 supuso que el Nuevo Mercado español perdiera dos de las once empresas que integraban este segmento, y que suponían una capitalización del 40,5% del total<sup>7</sup>. Ello pone en peligro la viabilidad de este segmento de mercado, creado en abril de 2000 con el auge del sector tecnológico<sup>8</sup>.

En 2004 también habían salido de bolsa sociedades importantes en términos de capitalización, como CC Carrefour (la de mayor cuantía de los últimos cinco años) y Aceralia. Sin embargo, la liquidez de sus acciones no era elevada. La concentración del capital por operaciones de compra previas, en filiales del Grupo Carrefour Francia en el primer caso y en Arcelor en el segundo, habían reducido el capital flotante a niveles inferiores al 5%, por lo que desde 2002 no formaban parte del índice Ibex 35. Todos estos detalles se han recogido en el cuadro 4.

### **OPA previas**

Otro aspecto específico a destacar de las exclusiones de 2005 fue el elevado valor efectivo de las OPA, muy superior al de años anteriores (véase gráfico 1). Su importe ascendió a 6.679,2 millones de euros (de los que más de la mitad correspondieron a Amadeus), frente a los 1.846,5 de 2004 o los 1.351,2 millones de euros de 2003.

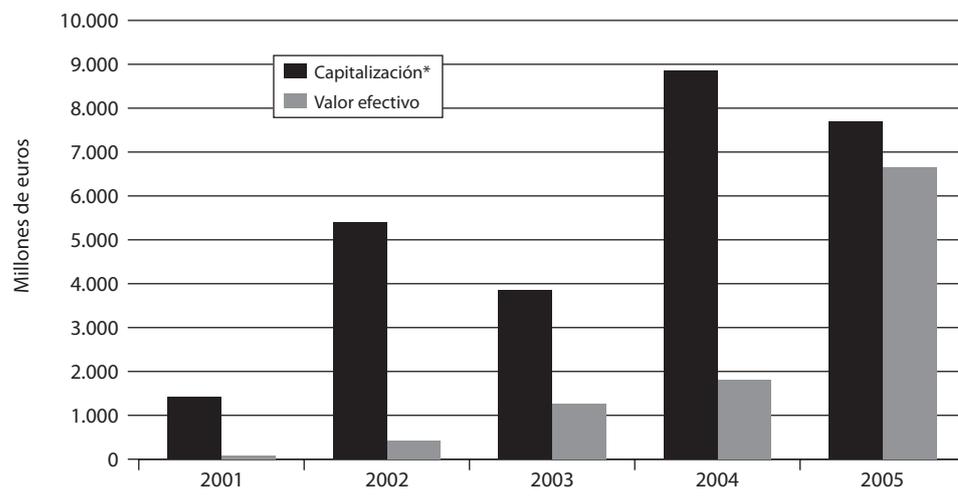
Si consideramos todo el período 2001-2005, el valor efectivo de las operaciones de compra realizadas por el capital riesgo con carácter previo a la exclusión sigue siendo claramente superior al del resto de operaciones. El importe de las primeras fue de 6.089,4 millones de euros frente a los 4.240,6 millones de euros de las OPA previas a las exclusiones no vinculadas al capital riesgo. Las diferencias se hacen más patentes si consideramos el valor efectivo medio de las OPA. En las ligadas al

7. Amadeus era la empresa de mayor peso en este segmento, con una capitalización del 28,9% del total.

8. A este respecto hay que recordar que el Nuevo Mercado español es uno de los pocos que sigue funcionando a nivel europeo de los creados a raíz de la burbuja tecnológica, tras el cierre del Easdaq, el Nouveau Marché francés, el Neuer Markt alemán y el Nuovo Mercato italiano. Recientemente, se han vuelto a crear sistemas o segmentos específicos de negociación para las empresas con un elevado potencial de crecimiento, como la plataforma AIM en la Bolsa de Londres o Alternext por Euronext.

## Capitalización y valor efectivo de las OPA previas a la exclusión

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

\* Según el precio de cierre de la sesión anterior a la exclusión.

capital riesgo, el importe promedio fue de 1.522,3 millones de euros frente a los 201,9 millones de euros del resto.

Por empresas, las operaciones de compra de mayor importe efectivo fueron las de Amadeus y Cortefiel con 3.833,6 y 1.249,4 millones de euros respectivamente. Las OPA no vinculadas al capital riesgo de mayor importe fueron: (i) en 2004 la compra de Banco Atlántico por el Banco de Sabadell por 1.479,8 millones de euros y (ii) en 2003 la compra del Banco Zaragozano por Barclays Bank con 1.123,7 millones de euros. El detalle del valor efectivo de las distintas operaciones de compra puede verse en el cuadro 5.

## Detalle de las empresas excluidas de cotización del mercado continuo

Empresa	Capitalización <sup>(1)</sup> miles de euros	Pertenencia a índices	Free- float <sup>(2)</sup> (%)	Participaciones significativas <sup>(3)</sup>		Prto <sup>(5)</sup>
				Sociedad <sup>(4)</sup>	% capital	
2001						
Saint-Gobain Cristalería	913.755,5	Ibex 35 <sup>(6)</sup>	2,79	Compagnie de Saint-Gobain	97,21	Escasa difusión bursátil tras última OPA (A)
Asturiana de Zinc	597.630,6	Ibex 35 <sup>(7)</sup>	4,30	Xstrata Holding y Xstrata Spain	92,42	Escasa difusión bursátil tras última OPA (A)
Puleva	503.987,7	Ibex 35 <sup>(8)</sup>	50,75	G&W Financial Eng. Intn. Services	26,64	Fusión por absorción por Azucarera Ebro (B)
Meliá Inver. Americanas	299.625,0	-	2,39	Sol Meliá Investment y Sol Meliá	97,11	Integración en Banco de Madrid (B)
Inmobiliaria Zabálburu	255.814,6	-	2,51	Bami	94,98	Fusión por absorción por Bami (B)
2002						
Hidrocantábrico	3.077.820,1	Ibex 35 <sup>(9)</sup>	3,65	Ferroatlántica, Adygensival	93,85	Escasa difusión bursátil tras última OPA (A)
Superdiplo	1.259.700,0	-	0,50	Koninklijke Ahold	98,73	Escasa difusión bursátil tras última OPA (A)
Portland Valderrivas	522.720,0	-	41,11	FCC, Ibercaja	55,23	Fusión por absorción por FCC (B)
Heineken España	438.031,8	-	2,81	Heineken NV	97,19	Reducido free-float tras última OPA (C)
Bodegas y Bebidas	279.185,6	-	6,94	Grupo Allied Domecq España	93,06	Reducido free-float tras última OPA (C)
Filo acciones serie A	195.284,2	-	2,12	ING Real Estate Inv y Bishop Invest Spain	97,88	Escasa difusión bursátil tras última OPA (A)
Filo acciones serie B	68.210,0	-	-	-	-	-
2003						
Omsa Alimentación	102.064,2	-	10,28	Campofrío	57,02	Integración en atta mayoritario (A)
Grupo Dragados	3.058.171,7	Ibex 35 <sup>(10)</sup>	57,73	ACS y Chase Nominees Ltd	39,56	Fusión por absorción por ACS (B)
Aurea	1.914.033,0	Ibex 35 <sup>(11)</sup>	26,45	Grupo Dragados	66,15	Fusión por absorción por ACESA (B)
Mapfre Vida	1.165.902,4	-	0,72	Mapfre Caja Madrid Holding EA	99,28	Escasa difusión bursátil tras última OPA (A)
Banco Zaragozano	1.143.000,0	-	1,69	Barclays Bank	98,31	Reducido free-float tras última OPA (C)
Iberpistas	950.547,3	-	1,61	Acesa	98,39	Escasa difusión bursátil tras última OPA (A)
Uniland Cementera	425.520,0	-	7,09	Corporación Uniland	92,91	Escasa difusión bursátil tras última OPA (A)
Koipe	417.306,3	-	1,48	SOS Cuétara y Caja Ah. de Granada	81,07	Fusión por absorción por SOS Cuétara (B)
Bami	374.180,6	-	30,35	Bancaza, CAM, Stenenberg Holding	49,44	Fusión por absorción por Metrovacesa (B)
Energía e ind. aragonesas	215.328,9	Ibex 35 <sup>(12)</sup>	12,12	Uralita	84,20	Fusión por absorción por Uralita (B)
Enaco	164.343,3	-	0,48	Caprabo	99,52	Reducido free-float tras última OPA (C)
Banco Financia Sofinloc	25.793,2	-	7,30	Financia, Sofinloc y Cuarenta	92,70	Reducido free-float tras última OPA (C)

## Detalle de las empresas excluidas de cotización del mercado continuo (continuación)

Empresa	Capitalización <sup>(1)</sup> miles de euros	Pertenencia a índices	Free- float <sup>(2)</sup> (%)	Participaciones significativas <sup>(3)</sup>		Prto <sup>(5)</sup>
				Sociedad <sup>(4)</sup>	% capital	
2004 CC Carrefour	5.503.234,2	Ibex 35 <sup>(13)</sup>	2,82	Grupo Carrefour Francia	97,18	Escasa difusión bursátil tras última OPA (A)
Aceralia	2.113.750,0	Ibex 35 <sup>(14)</sup>	4,97	Arcelor	95,03	Integración en atta mayoritario (A)
Banco Atlántico	1.499.919,9	-	7,17	Banco de Sabadell	92,83	Reducido free-float tras última OPA (C)
<b>Parques Reunidos</b>	<b>165.781,3</b>	-	<b>9,45</b>	<b>Fondos Advent</b>	<b>90,55</b>	<b>Reducido free-float tras última OPA (C)</b>
Nueva Montaña Quijano	13.669,6	-	24,52	Coal Trade S.L.	75,48	Cancelación extraordinaria de activos (C)
EPPI	4.925,7	-	42,71	Smurfit España y Grupo Torras	57,29	Liquidación de la sociedad (D)
Fastibex	1.434,5	-	70,79	-	-	Liquidación de la sociedad (D)
2005 Volkswagen	11.847.711,5	-	58,02	F. Porsche AG y Niedersachsen Land	41,98	Escasa liquidez en bolsa española (E)
<b>Amadeus</b>	<b>4.336.500,0</b>	<b>Ibex 35<sup>(15)</sup></b> <b>e Ibex NIM</b>	<b>1,26</b>	<b>BC Partners y Cinven, Air France, Iberia y Lufthansa</b>	<b>94,73</b>	<b>Reducido free-float tras última OPA (C)</b>
Terra	1.747.822,2	Ibex 35 e Ibex NIM	25,00	Telefónica	100,00	Baja por fusión con Telefónica (B)
<b>Recoletos</b>	<b>941.139,0</b>	-	<b>2,00</b>	<b>Retos Cartera (Providence, Mercapital e Investindustrial)</b>	<b>98,00</b>	<b>Reducido free-float tras última OPA (C)</b>
Aldeasa	767.970,0	-	4,11	Autogrill España y Altadis	95,89	Reducido free-float tras última OPA (C)
Global Steel Wire	148.317,8	-	17,38	Hnos. Rubiralta Vilaseca	82,59	Escasa difusión bursátil tras última OPA (A)
<b>2006 Cortefiel</b>	<b>1.474.258,5</b>	<b>Ibex 35<sup>(16)</sup></b>	<b>9,61</b>	<b>MEP Retail España (CVC, PAI Partners y Permira)</b>	<b>87,39</b>	<b>Reducido free-float tras última OPA (A)</b>

Fuente: CNMV.

(1) Valor de mercado de los títulos admitidos a negociación según el precio de cierre de la sesión anterior a la exclusión. (2) Porcentaje de capital flotante estimado según las comunicaciones de participaciones significativas directas y de autocartera: (i) antes de la OPA de exclusión, (ii) después de la última OPA, anterior a la exclusión realizada mediante procedimiento intermedio o (iii) en el momento de la fusión o integración. (3) Participaciones directas superiores al 5% del capital con anterioridad a la exclusión. (4) Sociedades con mayores participaciones significativas. (5) Procedimiento de exclusión: (A) A solicitud de la entidad emisora, con OPA de exclusión, (B) Técnico, por fusión, (C) A solicitud de la entidad emisora, mediante procedimiento intermedio, (D) Técnico, por liquidación y (E) A solicitud de la entidad emisora. (6) Entre el 1 de octubre de 1991 y el 2 de enero de 1992. (7) Entre el 1 de julio de 1997 y el 4 de enero de 1999. (8) Entre el 1 de octubre de 1997 y el 3 de enero de 2000. (9) Entre el 1 de julio de 1991 y el 10 de abril de 2001. (10) Hasta su exclusión el 15 de diciembre de 2003. (11) Entre el 1 de julio de 1992 y el 3 de julio de 2000. (12) Entre el 1 de julio de 1992 y el 4 de julio de 1993. (13) Entre el 2 de octubre de 2000 y el 30 de diciembre de 2002. (14) Entre el 1 de julio de 1998 y el 9 de febrero de 2002. (15) Entre el 3 de enero de 2000 y el 28 de junio de 2005. (16) Entre el 2 de enero de 1995 y el 2 de julio de 1995.

### 3.2. Operaciones *public to private* en España

Las operaciones PtoP en España se han producido en un contexto de auge de la actividad del capital riesgo en nuestro país. Las entidades de capital riesgo participaron activamente en los procesos de compra de las tres sociedades recientemente excluidas del mercado continuo español –Amadeus, Cortefiel y Recoletos– y en el intento frustrado de compra de Aldeasa. En años anteriores, las entidades de capital riesgo sólo habían promovido la exclusión de Parques Reunidos en 2004, en concreto, los fondos Advent, si bien la capitalización de esta sociedad era claramente inferior a las de este año (165,8 millones de euros).

Pueden señalarse las siguientes razones para explicar el interés del capital riesgo en las operaciones PtoP:

- (i) La búsqueda de alternativas de inversión en el contexto europeo. Las entidades de capital riesgo tratan de seleccionar aquellas empresas que ofrezcan rentabilidades superiores a las ofrecidas por las inversiones tradicionales (renta variable, renta fija, inmuebles) en su horizonte de inversión de medio y largo plazo.
- (ii) Los bajos tipos de interés están favoreciendo que las entidades de capital riesgo puedan estructurar operaciones apalancadas (LBO) con buenas expectativas de rentabilidad.  
Las compras de Amadeus y Cortefiel tuvieron estas características. En el anexo II se explican las características de las compras apalancadas.
- (iii) La existencia de holgada liquidez en el sistema, que en el caso de las empresas de capital riesgo se refleja en la acumulación de fondos pendientes de invertir, sobre todo procedente de operadores internacionales. Ello ha hecho que aumente el tamaño de las empresas en las que invertir<sup>9</sup>.
- (iv) La mayor asunción de riesgos por parte de los bancos especializados en este tipo de operaciones, facilitando su financiación o tomando parte en ellas. Los bancos españoles han sido tradicionalmente reacios a entrar en operaciones con riesgos superiores al habitual. Así por ejemplo, a excepción del SCH, la financiación de compras apalancadas debía proceder de bancos extranjeros<sup>10</sup>.
- (v) La competencia pan-europea entre las grandes firmas internacionales de capital riesgo, cuya presencia en España es cada vez mayor, ejerce una presión al alza sobre los precios que están dispuestas a pagar por las sociedades.

Las principales características de las mencionadas operaciones de PtoP en España han sido:

---

9. En el primer semestre de 2005 las operaciones PtoP supusieron un 55,2% del volumen invertido del capital riesgo frente al 27,5% que representaron en el conjunto de 2004.

10. Los principales financiadores de LBO a nivel mundial por operaciones son Credit Suisse First Boston y Chase Manhattan.

- **Amadeus**

- Tipo de operación: LBO.
- Importe efectivo: 3.833,6 millones de euros.
- Oferente: WAM Acquisition, constituida como vehículo para la realización de la oferta. Los accionistas eran Amadelux Investments y los propios accionistas de referencia de la sociedad objetivo, Air France, Iberia y Lufthansa. Amadelux es una sociedad anónima de nacionalidad luxemburguesa cuyos accionistas son dos fondos de capital riesgo británicos: los Fondos BC dirigidos por CIE Management II Limited y los Fondos Cinven dirigidos por Cinven Limited.

La estructura financiera de la operación resultó especialmente rentable para las compañías aéreas, que se beneficiaron del precio de la OPA y se mantuvieron como accionistas de referencia de Amadeus<sup>11</sup>, pues la operación se financió en un alto porcentaje mediante recursos ajenos.

La estructura de la financiación de la operación se estableció en un máximo del 80% para la financiación bancaria, que estuvo organizada por Barclays Capital, Credit Suisse First Boston Internacional, J.P. Morgan, Merrill Lynch y The Royal Bank of Scotland. La aportación de los accionistas del oferente se fijó en un mínimo del 20%. Consistieron en aportaciones en metálico y préstamos subordinados y subordinados preferentes<sup>12</sup>. Estos préstamos tienen un vencimiento superior a la financiación bancaria (15 años los subordinados y 10,5 años los subordinados preferentes), no están garantizados, y los intereses son capitalizados anualmente pero pagaderos en la fecha de devolución del principal.

- **Cortefiel**

- Tipo de operación: LBO.
- Importe efectivo: 1.249,4 millones de euros.
- Oferentes (2):
  - (i) Coral Retail Industries, filial directa de varios fondos gestionados por CVC European Equity III Limited, sociedad constituida en Jersey
  - (ii) MEP Retail España presentó una oferta competidora con la anterior. Esta sociedad es una filial directa de MEP S.à. r.l., de nacionalidad luxemburguesa, participada al 50% por el Fondo Permira Europe II y los Fondos PAI.

---

11. El porcentaje de derechos de voto conjunto de las tres compañías aéreas en Amadeus se redujo del 86,36% al 45,76%.

12. Los préstamos subordinados ocupan el último lugar en la obligación de pago, después de la financiación bancaria y los préstamos subordinados preferentes. El oferente puede deducirse fiscalmente los intereses de todos los préstamos.

Las dificultades para que alguna de estas ofertas tuviera un resultado positivo hizo que estas dos sociedades llegaran a un acuerdo en virtud del cual se produjo el desistimiento de la OPA inicial de Coral y la entrada de CVC en el capital de MEP.

La financiación de la operación presentó una estructura menos apalancada que la de Amadeus. La proporción entre los fondos aportados por MEP y la financiación bancaria podría oscilar entre un 31-45% y un 69-55% respectivamente. Los fondos aportados por MEP a MEP Retail España consistieron en aportaciones dinerarias para realizar un aumento de capital y préstamos participativos. Estos últimos los formaban varios préstamos otorgados por MEP a MEP Retail España con vencimiento superior a la financiación bancaria, subordinados, no garantizados, con tipos de interés habituales para préstamos de accionistas en operaciones de capital riesgo, pagaderos en la fecha de devolución del principal. La financiación bancaria procedió de J.P. Morgan Limited Europe, ING Bank N.V. London Branch y The Royal Bank of Scotland plc.

- **Recoletos**

- Tipo de operación: MBO.
- Importe efectivo: 856,3 millones de euros.
- Oferente:

Retos Cartera, constituida a la fecha del folleto de OPA por dos sociedades participadas por diversos accionistas individuales, Banesto y cuatro personas pertenecientes al equipo gestor de Recoletos. Al objeto de recabar aportaciones adicionales de fondos para la ejecución de la operación, se incorporaron nuevos socios a Retos Cartera, entre los que se encontraban tres inversores de capital desarrollo: Providence<sup>13</sup>, Mercapital<sup>14</sup> e Investindustrial<sup>15</sup>. La participación conjunta de estas sociedades en el capital de Retos Cartera alcanzó el 38%.

- **Aldeasa**

- Tipo de operación: *buyout*.
- Importe efectivo: 719,7 millones de euros.
- Oferentes (3):
  - (i) Gestión de Explotaciones Aeroportuarias, entre cuyos socios se encontraban fondos asesorados por la firma de capital riesgo Mercapital, Omega Capital y Atlas Capital.

---

13. Firma de capital-riesgo norteamericana especializada en el sector de medios de comunicación y telecomunicaciones.

14. Inversor de capital desarrollo español.

15. Inversor de capital desarrollo europeo.

- (ii) Grupo de capital riesgo Advent a través de su filial el grupo Dufry<sup>16</sup>.
- (iii) La oferta ganadora fue la presentada por Retail Airport Finance, participada al 100% por Autogrill España, perteneciente al grupo italiano Autogrill S.p.A., cuyo accionista de referencia es la familia Benetton. Esta sociedad llegó a un acuerdo con Altadis, que inmovilizó el 34,58% de su participación en Aldeasa.

#### ***Procedimiento de exclusión***

En los folletos de las OPA sobre Amadeus, Cortefiel, Recoletos y Aldeasa, los oferentes declararon la intención de promover en breve la exclusión de cotización de los valores de la sociedad afectada si el porcentaje de aceptación de la oferta era elevado. Así fue en todos los casos. En las OPA sobre Amadeus y Recoletos el porcentaje de aceptación alcanzó el 94,73% y 90,98% respectivamente. Ello dejó el capital flotante de estas sociedades en niveles muy reducidos, el 1,26% en Amadeus y el 2% en Recoletos. En la OPA sobre Aldeasa el capital flotante resultante se situó ligeramente por encima de los dos casos anteriores, en el 4,11%.

En estas circunstancias, las exclusiones no requirieron la formulación de una OPA de exclusión. Se llevaron a cabo mediante el procedimiento intermedio, que consiste en la comunicación al mercado mediante hecho relevante del acuerdo de formulación de una orden sostenida de compra del resto de acciones que no hayan aceptado la oferta anterior, al mismo precio que el ofrecido en dicha OPA.

La exclusión de Cortefiel sí se realizó mediante la formulación de una OPA de exclusión. Ésta fue formulada por MEP Retail España en diciembre de 2005 sobre el 12,61% de acciones que no habían aceptado la oferta de compra presentada en julio de 2005. No obstante, se mantuvo el precio ofrecido por cada acción de Cortefiel de la OPA anterior (18,40 euros).

---

16. El Grupo Dufry, de nacionalidad suiza, es el cuarto mayor operador mundial de tiendas de viaje ("duty free" y "duty paid").

## 4. Por qué han aumentado las *public to private*

### 4.1. La valoración de las sociedades excluidas de negociación

Uno de los argumentos que podría justificar el atractivo de las ventas de sociedades cotizadas a las entidades de capital riesgo es el mayor precio que están dispuestas a pagar por dichas participaciones respecto a la valoración del mercado y los fundamentales de la sociedad. Los precios pagados en las operaciones de compra para la exclusión de negociación desde 2001 así lo corroboran.

En el cuadro 5 se ha recogido la prima de liquidez pagada en las OPA de exclusión, o en las órdenes sostenidas de compra, respecto a la cotización media del último semestre natural anterior a la presentación de la última OPA previa a la exclusión. También se recoge la ratio precio-beneficio por acción (*Price Earning Ratio* o PER). Como puede apreciarse, la prima media respecto al precio de cotización que se pagó en las recientes operaciones lideradas por las entidades de capital riesgo es del 30,4%, una cifra que se encuentra algo por encima de la prima media del 28,2% pagada en las exclusiones en las que no participaron inversores de capital riesgo. Las diferencias son más significativas en términos de PER. El múltiplo calculado con el beneficio neto individual alcanza las 46 veces en los inversores de capital riesgo frente a las 33,5 veces del resto. Considerando el beneficio neto consolidado, las diferencias se reducen a 29,4 veces frente a 22,6.

A la pregunta ¿por qué están sobrevalorando las empresas? Una posible explicación es que las operaciones de compra responden a una afinada selección de inversiones, por la cual la gestión de estas empresas, en ocasiones familiares, puede ser replanteada para hacerla más eficiente, de forma que en el horizonte de inversión previsto<sup>17</sup> es posible obtener rentabilidades elevadas, superiores al 20%. A ello se añade el exceso de liquidez que maneja el sector del capital riesgo y la competencia entre las principales entidades extranjeras por invertir en empresas españolas, lo que les lleva a elevar los precios ofrecidos en los procesos de venta.

Por último, hay que tener en cuenta que la exclusión de cotización supone eliminar un conjunto de costes asociados a una estructura pública de propiedad: costes de registro, listado y mantenimiento de la cotización en bolsa y cumplimiento de las obligaciones de transparencia relacionadas con la protección de los accionistas.

---

17. El período de permanencia de las entidades de capital-riesgo en las empresas se sitúa ligeramente por encima de los 4 años en las empresas consolidadas y por encima de los 5 años en las empresas que se encuentran en las primeras fases de desarrollo (semilla y arranque).

		CUADRO 5					
Valoración de las ofertas de compra previas a la exclusión de cotización de empresas del mercado continuo español							PER <sup>(6)</sup>
Empresa	Capitalización <sup>(1)</sup> (miles de euros)	Valor efectivo <sup>(2)</sup> (miles de euros)	Precio de exclusión <sup>(3)</sup>	Cotización media últimos 6 meses <sup>(4)</sup>	Prima <sup>(5)</sup> (%)	B.º neto individual	B.º neto consolidado
2001							
Saint-Gobain Cristalera	913.755,5	21.184,3	60,00	45,55	31,72	18,50	20,43
Asturiana de Zinc	597.630,6	15.450,7	15,00	12,74	17,74	60,84	5,46
<b>Total 2001</b>	<b>1.511.386,1</b>	<b>36.635,0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>24,73</b>	<b>39,67</b>	<b>12,95</b>
2002							
Hidrocarbónico	3.077.820,1	83.364,3	27,30	25,53	6,93	52,74	41,57
Superdiplo	1.259.700,0	6.255,1	25,99	23,62	10,03	-	24,68
Heineken España	438.031,8	54.528,0	7,50	6,12	22,55	60,14	62,73
Bodegas y Bebidas	279.185,6	259.810,1	15,70	10,60	48,11	35,45	7,63
Filo acciones serie A	195.284,2	3.385,1	2,45	2,14	14,49	13,19	7,34
Filo acciones serie B	68.210,0	787,4	2,63	2,21	19,00	-	-
Omsa Alimentación	102.064,2	8.254,4	8,30	6,85	21,17	102,41	76,54
<b>Total 2002</b>	<b>5.420.296,0</b>	<b>416.384,5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>20,33</b>	<b>30,73</b>	<b>36,75</b>
2003							
Mapfre Vida	1.165.902,4	5.634,7	32,95	32,72	0,70	39,52	27,14
Banco Zaragozano	1.143.000,0	1.123.683,3	12,70	9,33	36,12	26,40	22,51
Iberpistas	950.547,3	12.942,1	13,65	12,55	8,76	49,98	44,72
Uniland Cementera	425.520,0	28.196,6	98,10	64,50	52,09	10,06	9,64
Enaco	164.343,3	156.807,9	7,67	4,26	80,05	-	-
Banco Financia Sofinloc	25.793,2	23.910,3	1,66	1,42	16,90	0,39	0,39
<b>Total 2003</b>	<b>3.875.106,2</b>	<b>1.351.174,8</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>32,44</b>	<b>17,68</b>	<b>14,11</b>

Valoración de las ofertas de compra previas a la exclusión de cotización de empresas del mercado continuo español (continuación)

CUADRO 5

PER<sup>(6)</sup>

Empresa	Capitalización <sup>(1)</sup> (miles de euros)	Valor efectivo <sup>(2)</sup> (miles de euros)	Precio de exclusión <sup>(3)</sup>	Cotización media últimos 6 meses <sup>(4)</sup>	Prima <sup>(5)</sup> (%)	B.º neto	
						individual	consolidado
2004 CC Carrefour	5.053.234,2	127.296,1	15,00	14,40	4,17	16,10	15,65
Aceralia	2.113.750,0	85.104,7	17,00	14,20	19,72	44,65	19,07
Banco Atlántico	1.499.919,9	1.479.821,0	71,79	55,30	29,82	40,25	30,6
Parques Reunidos	165.781,3	150.114,9	6,25	3,77	65,78	66,82	29,75
Nueva Montaña Quijano	13.669,6	4.188,9	0,34	0,34	0,00	-	-
<b>Total 2004</b>	<b>8.846.355,0</b>	<b>1.846.525,5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>23,90</b>	<b>33,36</b>	<b>19,90</b>
2005 Amadeus	4.336.500,0	3.833.626,8	7,35	6,98	5,30	20,86	20,04
Recoletos	941.139,0	856.248,3	7,20	5,84	23,29	56,01	44,73
Aldeasa	767.970,0	719.741,5	36,57	26,22	39,47	34,09	23,00
Global Steel Wire	148.317,8	20.222,0	4,40	2,40	83,33	15,25	16,70
<b>Total 2005</b>	<b>6.193.926,8</b>	<b>5.429.88,6</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>37,85</b>	<b>31,55</b>	<b>26,12</b>
2006 Cortefiel	1.474.258,5	1.249.395,4	18,40	14,46	27,25	40,37	23,12
<b>Total 2001-2006 sin CR</b>	<b>20.403.650,0</b>	<b>4.240.568,4</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>28,22</b>	<b>33,49</b>	<b>22,63</b>
<b>Total 2004-2006 CR</b>	<b>6.879.781,0</b>	<b>6.089.385,3</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>30,40</b>	<b>46,02</b>	<b>29,41</b>

Fuente:CNMV.

(1) Con el precio de cierre de la sesión anterior a la exclusión. (2) Importe resultante de multiplicar el número de acciones que han aceptado la oferta por el precio de exclusión. (3) Precio fijado en la OPA de exclusión o en la orden sostenida de compra en las exclusiones mediante procedimiento intermedio. (4) Precio medio de cierre en los seis meses naturales anteriores al hecho relevante de presentación de la OPA ganadora previa a la exclusión. (5) Diferencia porcentual entre el precio de exclusión y la cotización media de los últimos seis meses. El dato anual ofrecido es el promedio de las primas pagadas en cada período. (6) Relación entre el precio de exclusión y el beneficio neto por acción según la información financiera pública periódica disponible en el momento de presentación de la OPA. El dato anual ofrecido es el promedio de los PER positivos de cada período.

## 4.2. Los costes de salida a bolsa

Las ventas de empresas a entidades de capital riesgo reducen las potenciales desinversiones de participaciones vía OPV. A ello se añade que la desinversión de las entidades de capital riesgo a través de salidas a bolsa es nula en España.

En 2005 sólo se produjo una única OPV en el mercado bursátil español, la de Corporación Dermoestética, de tamaño medio-bajo, por un valor de 157,1 millones de euros. Por el contrario, en Europa las salidas a bolsa de nuevas empresas fueron numerosas y aumentaron significativamente respecto al año anterior, tanto en número como en importe. Según el informe "IPO Watch Europe: Review of the year 2005" elaborado por PriceWaterhouseCoopers, el número de OPV en los mercados bursátiles europeos fue de 603 en 2005 frente a las 433 registradas el año anterior. El volumen efectivo alcanzó los 50.677 millones de euros frente a los 27.679 millones de euros del año anterior.

El ahorro de costes es una de las ventajas que se atribuyen a la venta de participaciones de empresas no cotizadas a entidades de capital riesgo como alternativa a las salidas de bolsa. Los costes que conlleva una OPV son variados. El principal gasto corresponde a las comisiones de dirección, aseguramiento y colocación. Los gastos de publicidad son la segunda partida de gasto más importante. Estos gastos podrían reducirse al mero cumplimiento de la obligación legal de publicación de anuncios en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME), pero normalmente se opta por campañas publicitarias en medios de comunicación de amplia difusión dado el carácter minorista de las OPV.

El resto de conceptos (cánones de admisión y contratación, tasas de la CNMV, etc.) tienen un peso reducido sobre el total de gastos. A estos gastos la empresa que sale a bolsa ha de añadir el pago anual de un canon de permanencia, que Bolsas y Mercados Españoles (BME) mantuvo en 2005 y 2006 en el 0,045 por mil de la capitalización bursátil del primer día hábil del ejercicio (con un importe máximo de 290 mil euros).

En el cuadro 6 se han recogido los costes monetarios de las principales OPV realizadas en el mercado bursátil desde 2001<sup>18</sup>. Los gastos de las OPV en relación al importe efectivo representaron en media un 3,32%. Los mayores gastos correspondieron a la OPV de Renta Corporación, con un 5,65% del importe efectivo. Inditex realizó la OPV con un menor gasto relativo con un 1,84%. Si a los gastos propios de la OPV se le añaden los cánones de permanencia en bolsa, los costes se elevan ligeramente, hasta el 3,33% del importe efectivo de las OPV.

El desglose por conceptos permite apreciar el elevado peso que tuvieron las comisiones de dirección, aseguramiento y colocación pues, representaron en media un 75,6% de los gastos de las OPV. Los gastos de publicidad legal y comercial también supusieron en media el 15,9% de los gastos de la OPV. Las tasas de la CNMV representaron el 0,25%.

18. Los datos se han recogido de los folletos informativos de las OPV presentados en la CNMV, por lo que tienen un carácter provisional y pueden existir ciertas diferencias con los gastos reales finales.

La conclusión es que los costes monetarios de salida a bolsa en el mercado español no pueden ser considerados como excesivamente elevados. Al existir un gasto mínimo fijo en cada uno de los conceptos, los gastos son menos gravosos en términos relativos cuanto mayor sea la empresa o el importe de la venta de las participaciones. En cualquier caso, los costes de la salida a bolsa son lo suficientemente considerables en términos brutos como para que en ocasiones puedan suponer la existencia de diferencias considerables entre las plusvalías obtenidas en la venta de las participaciones mediante la salida a bolsa o por la venta a entidades de capital riesgo.

Las estimaciones realizadas sobre cuáles son los costes de las OPV en Estados Unidos y Reino Unido resultan ser algo superiores a los del mercado español. En el primero se establece un coste medio del 7,5%-8,5% del valor de la empresa en Currie (2000) y el 11% de Lee *et al.* (1996). Para Reino Unido, Menyah and Paudyal (2002) valoró los costes directos de cotizar en London Stock Exchange (LSE) en un 7,98% del valor efectivo de la OPV, en términos medios. En este estudio se evidenció la existencia de unas claras economías de escala. El coste directo medio del primer quintil se estimó en un 13,84% frente al 4,18% del mayor quintil. En el caso de las empresas privatizadas el coste desciende de forma drástica, hasta el 1,82% del valor efectivo.

**Costes monetarios de las salidas a bolsa\***

Importes en miles de euros

Concepto	2006		2005			2004			2002		2001	
	Corporación	Renta Corporación	Corporación	Corporación		Fadesa	Tele 5	Cintra	Enagás	Iberia	Inditex	
				Dermoest.	Inditex							
<b>Comisiones de dirección, aseguramiento, colocación en incentivos</b>	12.420	5.014,6	13.058,5	16.238,9	23.827,0	20.374,3	11.740,0	35.661,8				
<b>Publicidad legal y comercial, asesoramiento legal y otros gastos</b>	1.075	1.000,0	5.687,9	1.370,0	11.560,0	7.903,2	9.620,0	7.933,4				
Publicidad legal y comercial	nd	970,0	4.556,9	200,0	4.000,0	5.135,0	9.020,0	4.212,1				
Asesoramiento legal y otros gastos <sup>(1)</sup>	nd	30,0	1.131,0	1.170,0	7.560,0	2.768,2	600,0	721,2				
<b>Tasas CNIMV</b>	27,0	17,6	63,8	64,0	60,0	61,3	60,0	60,1				
<b>Iberclear, pólizas y corretajes, cánones de admisión y contratación</b>	21,6	16,0	303,6	263,0	864,0	606,8	390,0	329,7				
Tarifas y cánones de Iberclear	7,5	nd	21,2	60,0	17,0	130,0	180,0	235,0				
Pólizas, corretajes y cánones de admisión y contratación	14,1	nd	282,5	203,0	847,0	476,8	210,0	94,7				
<b>Total costes OPV</b>	<b>13.543,7</b>	<b>6.048,2</b>	<b>19.113,8</b>	<b>17.935,9</b>	<b>36.311,0</b>	<b>28.945,6</b>	<b>21.810,0</b>	<b>43.984,9</b>				
Asumido por la sociedad	nd	1.033,6	282,5	1.133,0	12.484,0	8.571,3	-	94,7				
Asumido por los oferentes	nd	5.014,6	18.831,3	16.802,9	23.827,0	20.374,3	21.810,0	43.890,2				
<b>Canon de permanencia (anual)</b>	34,5	19,2	64,9	170,6	173,5	66,1	48,7	504,9				
<b>Total</b>	<b>13.578,1</b>	<b>6.067,6</b>	<b>19.178,7</b>	<b>18.106,5</b>	<b>36.484,5</b>	<b>29.011,7</b>	<b>21.858,1</b>	<b>44.489,8</b>				
Pro-memoria:												
<b>Importe efectivo de la OPV</b>	240.120,0	157.120,5	501.280,7	865.931,2	1.536.560,9	917.097,7	574.092,3	2.390.890,3				
<b>% gastos OPV s/importe efectivo</b>	<b>5,64</b>	<b>3,85</b>	<b>3,81</b>	<b>2,07</b>	<b>2,36</b>	<b>3,16</b>	<b>3,80</b>	<b>1,84</b>				
Asumido por la sociedad	nd	0,66	0,06	0,13	0,81	0,93	0,00	0,00				
Asumido por los oferentes	nd	3,19	3,76	1,94	1,55	2,22	3,80	1,84				
<b>% gastos totales s/importe efectivo</b>	<b>5,65</b>	<b>3,86</b>	<b>3,83</b>	<b>2,09</b>	<b>2,37</b>	<b>3,16</b>	<b>3,81</b>	<b>1,86</b>				
Asumido por la sociedad	nd	0,67	0,07	0,15	0,82	0,94	0,01	0,03				
Asumido por los oferentes	nd	3,19	3,76	1,94	1,55	2,22	3,80	1,83				

Fuente: CNIMV. (\*) Costes recogidos en los folletos informativos de las OPV registrados en la CNIMV.

(1) La partida "Otros gastos" incluye las comisiones de agencia, imprenta, impuestos y gastos de notaría y registro mercantil.

## 5. Identificación de posibles nuevas exclusiones

En el futuro no se descartan nuevas exclusiones. Existe liquidez para invertir, los operadores nacionales están captando fondos y los internacionales son cada vez más activos en el mercado español. A ello se une que las valoraciones del capital riesgo son relativamente atractivas y que los bancos están dispuestos a financiar operaciones de compras apalancadas.

Una aproximación al perfil de las empresas que pueden ser objeto de futuras compras por parte del capital riesgo respondería a las siguientes características:

- *Tamaño:*

Hasta medio y medio-alto.

- *Sector:*

Descartamos servicios financieros e inmobiliarios; señalamos especialmente el sector servicios y tecnológico.

- *Capacidad de endeudamiento:*

Media-alta; es decir, con ratios de endeudamiento relativamente bajos.

- *Flujos de caja:*

Suficientes para afrontar los pagos de los intereses que genere la financiación con un porcentaje de deuda elevado; asimismo, los flujos de caja deben ser estables y predecibles.

- *Estructura de capital:*

De tipo familiar o que cuente con un único gran accionista.

Con estos criterios se han establecido tres filtros iniciales sobre las empresas del mercado continuo al cierre del primer trimestre de 2006:

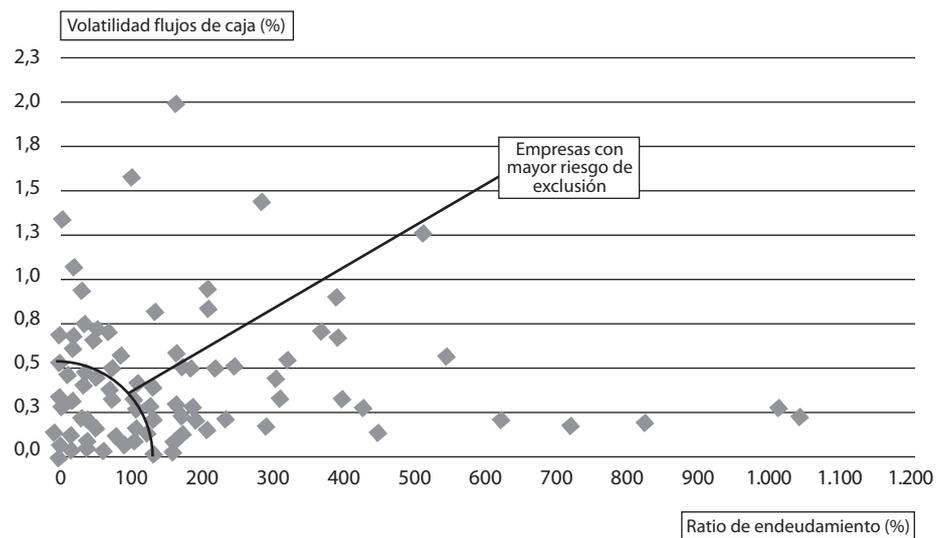
- Empresas no pertenecientes a los sectores bancario e inmobiliario.
- Capitalización inferior a los 5.000 millones de euros.
- *Free float* actual inferior al 80%.

De estas empresas, a su vez, se han seleccionado aquellas que tuvieran un ratio de endeudamiento menor y cuyos flujos de caja por acción presentasen una volatilidad baja entre 2000 y 2005 y cuyo importe promedio no fuera reducido. Identificamos con características propicias a ser objeto de compra por parte del capital riesgo un total de 19 empresas, que estarían situadas en el ángulo inferior izquierdo del gráfico 2. Son las siguientes, de mayor a menor capitalización:

Acerinox, TPI, Cementos Pórtland Valderrivas, Viscofan, Befesa Medio Ambiente, Barón de Ley, Adolfo Domínguez, Corporación Dermoestética, Miquel y Costas, Amper, Unipapel, Iberpapel Gestión, CVNE, Azkoyen, Puleva Biotech, Inypsa, Funespaña, Nicolás Correa y Hullas del Coto Cortés.

**Empresas identificadas del IGBM: endeudamiento y volatilidad de sus ingresos**

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream, Reuters y CNMV.

## 6. Conclusiones

Las recientes operaciones de *buyout* de tipo PtoP en España se enmarcan en un contexto de auge general del sector del capital riesgo, que está siendo bastante significativo en nuestro país. La entrada de nuevos operadores internacionales, la liquidez existente en el sector del capital riesgo, la búsqueda de rentabilidades más atractivas que las ofrecidas por los mercados financieros y el reducido nivel histórico de los tipos de interés son algunos de los factores que están promoviendo la realización de macrooperaciones basadas financieramente en un fuerte endeudamiento (*leveraged buyout*).

Las operaciones PtoP en España se han concentrado en empresas de capitalización media-alta, que no presentaban una reducida liquidez con anterioridad al anuncio de presentación de la OPA. La aceptación de las ofertas se ha visto apoyada por el pago de primas de exclusión superiores a las que en media han ofrecido las OPA de exclusión en las que no participan entidades de capital riesgo.

Estas actuaciones del sector de capital riesgo podrían traducirse en una reducción del tamaño del mercado bursátil español. La exclusión de empresas con un cierto peso en la bolsa se une a la estructural escasez de desinversiones del capital riesgo a través de OPV. A ello hay que añadir que constituye un medio alternativo a la bolsa para la venta de participaciones de empresas familiares y de participaciones industriales estratégicas.

Por tanto, de continuar esta tendencia, el sector del capital riesgo podría actuar más como competidor del mercado bursátil, que como medio de financiación de empresas o proyectos nuevos o en fase de crecimiento. Que el sector del capital riesgo español invierte poco en las fases de semilla y arranque y que apenas utiliza las salidas a bolsa para desinvertir viene siendo habitual, no así la exclusión de empresas cotizadas de tamaño medio. En Estados Unidos, el capital riesgo aporta un mayor porcentaje a la inversión en empresas que se encuentran en las primeras fases de desarrollo. Una vez superadas estas etapas, la desinversión se realiza a través de OPV en el mercado Nasdaq en un porcentaje nada despreciable (según la *National Venture Capital Association*, en 2005 las salidas a bolsa de empresas participadas por el capital riesgo supusieron el 16% del número total y un 19% en términos de volumen).

Los costes directos de la OPV y de permanencia en bolsa no parecen ser el principal problema en España para las salidas a bolsa, al menos para las empresas de un cierto tamaño. Es más discutible para las pequeñas empresas, dadas las economías de escala existentes, cuyo efecto se acentúa si a los costes directos anteriores añadimos

los derivados de las obligaciones de transparencia de las empresas cotizadas (publicación de informe anual de gobierno corporativo, información pública periódica, comunicación de participaciones significativas, hechos relevantes, etc.).

En esta situación en la que no se descarta que continúen las PtoP, quizás las autoridades financieras podrían replantearse la viabilidad de volver a crear un mercado con requisitos y obligaciones más flexibles y relajadas que las del mercado oficial, al estilo del Alternext de Euronext o del AIM de LSE. Las anteriores experiencias fallidas habían puesto de manifiesto que demanda y oferta no sostenían la continuidad de los denominados “nuevos mercados”. Adecuar la oferta (proyectos) y la demanda (disposición a invertir en proyectos “sin historia”) no es tarea fácil ni de corto plazo y rebasa las competencias de las autoridades financieras.

## 7. Referencias bibliográficas

- AMIHU, Y. (1989). *Leveraged Management Buy-Outs*, New York: Dow Jones Irwin.
- ASQUITH, P., y WIZMANN, T.A. (1990). "Event risk, covenants and bondholder returns in leveraged buyouts", *Journal of Financial Economics* 27, pp. 195-213.
- COOK, D.O.; EASTERWOOD, J.C., y MARTIN, J.D. (1992). "Bondholder wealth effects of management buyouts", *Financial management* 21, pp. 102-113.
- DEMSETZ, H., y LEHN, K. (1985). "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy* 93, pp. 1155-1177.
- DEMSETZ, H., y VILLALONGA, B. (2001). "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance* 7, pp. 209-233.
- HIMMELBERG, C.; HUBBARD, G., y PALIA, D. (1999). "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics* 53, pp. 353-384.
- JENSEN, M.C., y MECKLING, W. (1976). "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- JENSEN, M.C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review* 76, pp. 323-329.
- KAPLAN, S.N. (1989). "Management buyouts: evidence on taxes as a source of value", *Journal of Finance* 44, pp. 611-632.
- KAPLAN, S.N. (1991). "The staying power of leveraged buyouts", *Journal of Financial Economics* 29, pp. 287-313.
- LEE, I.; LOCHHEAD, S.; RITTER J., y ZHAO, Q. (1996). "The costs of raising capital", *Journal of Financial Research* 19, pp. 59-74.
- MARAI, L.; SCHIPPER, K., y SMITH, A. (1989). "Wealth effects of going private for senior securities", *Journal of Financial Economics* 23, pp. 155-191.
- MENYAH, K., y PAUDYAL K. (2002). *IPO decisions and the costs of going public*, EFMA 2002 London Meetings.
- PALIA, D. (2001). "The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: a solution", *Review of Financial Studies* 14, pp. 735-764.
- RENNEBOOG, L., y SIMONS, T. (2005). "Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs", European Corporate Governance Institute, *Financial Working Paper* Nº 94/2005.
- VAN DE GUCHT, L.M., y MOORE, W.T. (1998). "Predicting the duration and reversal probability of leveraged buyouts", *Journal of Empirical Finance* 5, pp. 299-315.
- WARGA, A., y WELCH, I. (1993). "Bondholder losses in leveraged buyouts", *The Review of Financial Studies* 6, pp. 959-982.
- WEINSTEIN, M. (1983). "Bond systematic risk and the option pricing model", *Journal of Finance* 38, pp. 1415-1430.
- WRIGHT, M.; THOMPSON, S.; ROBBIE, K., y WONG, P. (1995). "Management buy-outs in the short and long term", *Journal of Business Finance and Accounting* 22, pp. 461-483.



# ANEXO

## Las compras apalancadas de empresas

Las operaciones de LBO se caracterizan porque la financiación se realiza en un alto porcentaje con recursos ajenos y porque habitualmente están lideradas por inversores de capital riesgo. Éstos, a su vez, suelen apoyarse en los equipos directivos existentes (o incluso propietarios de las compañías) o en equipos directivos externos que entran en el accionariado bajo unas ciertas condiciones.

Las operaciones de LBO que se realizan en el mercado español requieren una estructura más compleja para no vulnerar las prohibiciones que existen en materia de asistencia financiera. En los LBO, el comprador responde total o parcialmente de la devolución de la financiación ajena, pero no con su propio patrimonio, sino con el de la sociedad objetivo, con sus flujos de caja y con sus activos. Sin embargo, el artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas prohíbe que la sociedad objetivo anticipe fondos, conceda préstamos o créditos, otorgue garantías o preste cualquier tipo de asistencia financiera a un tercero para la adquisición de sus propias acciones.

Para evitar la infracción de esta norma, la compra de las acciones de la compañía objetivo se realiza a través de una sociedad intermedia (“Newco”) controlada por los inversores que pretenden adquirir la sociedad objetivo. Es esta sociedad la que recibe los recursos de capital y bancarios que financiarán la compra. En un momento posterior, se produce la fusión entre la “Newco” y la compañía objetivo (operación denominada *forward merger system*), de forma que finalmente la devolución de la deuda se acaba realizando con cargo a la sociedad objetivo. Es decir, en el momento de la toma de control, la sociedad objetivo no interviene para facilitar su adquisición, pero se diseña una operación para que efectivamente sea ésta la que responda del pago de la deuda.

La incorporación de deuda a la estructura financiera de la nueva compañía proporciona una serie de ventajas:

- (i) Permite aumentar el rendimiento (*Return on equity* o ROE) de los accionistas.
- (ii) La deuda conlleva un menor coste respecto a la financiación mediante capital. La financiación con recursos propios, al asumir más riesgo, exige mayor rentabilidad.
- (iii) Permite deducir fiscalmente los gastos financieros derivados de la deuda.

En general, la estructura financiera de una operación de *buyout* combina varios instrumentos financieros: acciones ordinarias, acciones preferentes convertibles, préstamos convertibles o de accionistas, deuda prioritaria (préstamos bancarios o de otras entidades financieras, pagarés de compañías, obligaciones), deuda subordinada (financiación ad hoc o *mezzanine financing*, obligaciones de alto rendimiento).

Cuanto mayor sea el apalancamiento mayor será el rendimiento potencial, pero también se producirá un aumento del riesgo intrínseco de la operación, por posibles incumplimientos de pagos. Por ello, en estas operaciones, previamente el inversor ha de calcular el nivel óptimo de deuda de la nueva compañía. Este nivel no debería superar la deuda cuyos pagos derivados se puedan afrontar con los flujos de caja previstos en el peor de los escenarios. También se suele determinar el volumen máximo de deuda asumible por una compañía objetivo utilizando como referencia ratios financieros. Entre los más utilizados se encuentran:

$$(i) \text{ Coeficiente de solvencia} = \frac{\text{activo total}}{\text{exigible total}}$$

$$(ii) \text{ Coeficiente de independencia financiera} = \frac{\text{recursos propios}}{\text{exigible total}}$$

$$(iii) \text{ Coeficiente de cobertura de intereses} = \frac{\text{BAII}^1}{\text{gastos financieros}}$$

Una vez que el inversor ha determinado el nivel de deuda que podría soportar se debe establecer en concreto cuál va a ser la combinación de instrumentos financieros en función de los posibles suministradores de deuda. Las características de la financiación del LBO dependerán del tipo de operación y de la empresa de que se trate. La deuda preferente o senior puede tener varios tramos en función del plazo y de la forma de amortización: un tramo "A" con plazo de amortización medio, que suele ser de 7 años, y un tramo "B" (*bullet*) amortizable de una sola vez al vencimiento del préstamo, con un plazo medio superior de 8 a 9 años, y con un coste mayor.

Las entidades financieras también establecen sus propios límites en cuanto al nivel de deuda que están dispuestos a aportar a una operación determinada. Puede ocurrir que los suministradores de deuda prioritaria establezcan un nivel de deuda inferior al nivel óptimo fijado por el inversor. Ello lleva, en algunas ocasiones, a recurrir a instrumentos de apalancamiento financiero más agresivos.

Entre estos instrumentos se encuentra la deuda subordinada –tipo *mezzanine*–, que suele tener un plazo de amortización más largo, normalmente un año por encima del vencimiento del tramo más largo de la deuda senior. La remuneración de este tipo de financiación puede ser de tres tipos: por pago de intereses anuales (euribor + margen), por capitalización de intereses y con *warrants*. Suele ser habi-

---

<sup>1</sup> BAI: beneficios antes de intereses e impuestos.

tual el aplazamiento del pago de intereses al vencimiento del préstamo, de una sola vez, y el pago mediante warrants, de forma que la remuneración se obtenga a través de acciones de la compañía que tengan un valor suficiente como para alcanzar una determinada rentabilidad pactada previamente. El mayor riesgo implícito en esta financiación explica que su remuneración sea superior a la de la deuda preferente. La financiación *mezzanine* sólo tiene preferencia respecto al capital social. En menor medida se suele recurrir a la emisión de bonos de alto rendimiento (*junk bonds*).



