

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE
SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA
1989-1997

Josep Tàpies*

DOCUMENTO DE INVESTIGACION Nº 334
Enero, 1997
(Versión actualizada 2/98)

*Profesor de Dirección Financiera, IESE

División de Investigación
IESE
Universidad de Navarra
Av. Pearson, 21
08034 Barcelona

EL CIIF (Centro Internacional de Investigación Financiera) nace como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE y se configura como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE. Sus objetivos son: aunar esfuerzos en la búsqueda de respuestas a las cuestiones que se plantean los responsables de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones; desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera; y profundizar en el estudio y efectos de las transformaciones que se producen en el mundo financiero.

El desarrollo de las actividades del CIIF ha sido posible gracias a sus Empresas Patrono: Aena, A.T. Kearney, Caja de Ahorros de Madrid, Datastream, Endesa, Fundación Ramón Areces, Telefónica, y Unión Fenosa.

**«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997
(Versión actualizadda)**

INDICE

	Página
Nota preliminar	
1. Prólogo	1
2. Conclusiones	3
2.1. Puntos destacados	
2.2. Operación modelo	
3. Encuadre	
3.1. Situación económica durante el período de la investigación 1989-1997	
3.2. Comparación internacional	
3.3. Algunas características generales del mercado español	
4. Los socios financieros	12
5. La compañía	14
5.1. Sector	
5.2. Características de la empresa objetivo	
6. La operación	27
6.1. Tipo de inversión	
6.2. Tipo de operación	
7. El proceso	33
7.1. Origen de la operación	
7.2. Desarrollo del proceso	
7.3. Tipo de financiación e instrumentación de la operación	
7.4. Salida	
8. Valoración de las operaciones	50
8.1. Creación de valor según los socios financieros	
8.2. Comprobación empírica de la evolución de las participadas	
8.3. rentabilidades obtenidas	
9. Perspectivas	55
Anexo 1: Definiciones previas	59
Anexo 2: Cuadro resumen comparación Estados Unidos-Europa	60
Anexo 3: Comparación del sector de capital riesgo en Europa	61
Anexo 4: Volumen de fondos en Europa	62
Anexo 5: Procedencia de los recursos para capital inversión en España	63
Anexo 6: Flujos de dinero y gestión en las sociedades y fondos de capital inversión	64
Anexo 7: Evolución de los recursos de las sociedades y de los fondos de capital inversión en España	65
Anexo 8: Salidas (cuadro resumen)	66
Anexo 9: Cuestionario	67
Anexo 10: Gráficos	71
Anexo 11: Matrices	85
Bibliografía	105

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997

Nota preliminar

Este documento es una versión actualizada del Documento de Investigación número 334 que se publicó en enero de 1997. Aquella primera edición era un estudio de la situación española de 1989 a 1995. Con esta segunda edición se amplía el periodo hasta 1997. En aquel momento se estudiaron detalladamente 94 operaciones. Esta versión recoge 143 operaciones.

1. Prólogo

El poco éxito de los segundos mercados bursátiles, y la necesidad de una menor dependencia bancaria como única fuente de financiación, han obligado a las empresas españolas a estudiar otras vías de captación de fondos. Una de ellas es el socio financiero.

Dentro del mercado global de tomas de participación, fusiones y adquisiciones, las operaciones llevadas a cabo por socios financieros representan una pequeña parte del volumen total de fondos implicados (1), pero por la homogeneidad de los criterios de inversión que se utilizan, las peculiaridades comunes de los partícipes y las características propias de las empresas objeto de las operaciones, así como su fuerte implantación en el resto de Europa, se ha decidido dedicarle un análisis específico.

Esta investigación trata de lo que en el mundo anglosajón se denomina «venture capital», que en España se ha traducido por capital riesgo. Esta terminología se presta a cierta confusión, porque a menudo se asocia con la financiación de proyectos de puesta en marcha de empresas o con inversiones en compañías pequeñas. Sin embargo, en esta investigación se entiende por capital riesgo toda inversión llevada a cabo por un socio financiero, generalmente con carácter temporal, en el capital de una empresa. Se mantiene un sentido amplio del término cubriendo también (y principalmente porque, como se verá, hay pocos proyectos en fase inicial) el capital desarrollo y el capital sustitución. Por otra parte, las empresas objeto de estas operaciones son fundamentalmente, pero no únicamente, pymes.

Capital desarrollo es aquella inversión orientada al crecimiento del negocio en la que el socio financiero aporta, mediante ampliación de capital, los recursos necesarios para poner en marcha proyectos de expansión o de reorientación estratégica.

NOTA: Queremos dejar constancia de la meritoria labor de M^a Luisa Garayalde, Investigadora Asociada del CIIF y MBA por el IESE sin cuya colaboración y entrega este documento no hubiera sido posible.

Por su parte, el capital sustitución se destina a la reorganización del capital mediante cambios en el accionariado, dando paso al socio financiero sólo o acompañado por otros inversores. Esta fórmula permite solucionar problemas sucesorios, dar liquidez a accionistas pasivos, profesionalizar la gestión dando entrada a los directivos que quieran acceder a la propiedad o facilitar la desinversión de filiales y divisiones.

Algunos términos anglosajones utilizados por el sector se mantienen en las siguientes páginas por ser universalmente aceptados y tener en algunos casos difícil traducción. En el Anexo 1 se define el sentido con el que se han empleado en este texto.

El objetivo de la investigación es reflejar el panorama español de tomas de participación en empresas no cotizadas, especialmente el tipo de empresa objeto de estas inversiones, el perfil del empresario o directivo que las inicia y del socio financiero que las apoya.

Esta investigación está destinada a dos grupos de lectores: los propios artífices del sector (socios financieros y empresarios ya involucrados), que encontrarán una referencia sobre su situación relativa y, en segundo lugar, directivos y propietarios de compañías que busquen ampliar sus alternativas de financiación.

No es objeto de esta investigación una descripción exhaustiva de las operaciones realizadas en España en el período estudiado. No se ha tratado de describir cuantitativamente el sector de capital riesgo en España, sino que se ha pretendido –basándose en una muestra significativa de operaciones– reflexionar sobre el concepto mismo de capital riesgo, tratar de explicar el grado de madurez del sector en España y apuntar cuáles son los cambios necesarios para permitir su evolución hacia modelos más desarrollados. Para ello se ha llevado a cabo una investigación clínica tomando como base 168 operaciones efectuadas entre 1989 y 1997 (2) por los 21 socios financieros privados más activos en este mercado, y por el único socio de carácter público que actúa con criterios estrictamente financieros. Se han descartado las demás sociedades públicas por entender que, hasta cierto punto, están más interesadas en el desarrollo de una determinada región, o en el fomento del empleo, que en la rentabilidad de los proyectos en sí.

La fuente de información para el análisis se ha realizado vía socio financiero, lo que da a la investigación un enfoque particular.

Los socios financieros han contestado, mediante entrevista personal, un cuestionario para cada operación, en el que se recogen todos los aspectos considerados relevantes. Se han obtenido respuestas individualizadas en forma de cuestionario sobre 143 operaciones. A algunas preguntas, aduciendo principalmente motivos de confidencialidad, los socios financieros no han querido contestar con lo que el número de empresas que se analizan varía dependiendo de la materia que se esté estudiando en cada caso.

El cuestionario utilizado se estructuró en cuatro partes:

– Parte I: Información general. Análisis de cómo comienzan los primeros contactos con la empresa objeto de inversión, recogiendo la duración de la negociación, coinversores que intervienen, tipo de inversión y factores determinantes para llevar a cabo la operación. También recoge datos cuantitativos sobre volúmenes invertidos y porcentajes de participación por parte del socio financiero.

– Parte II: Características de la compañía objeto de inversión. Estudio del sector, posición de la empresa en el mercado, endeudamiento, facturación, beneficios, volumen de activos etc.

– Parte III: Examen de la operación, a través del plan de negocio, estudiando los métodos de valoración empleados, la financiación, la estructura mercantil y fiscal, y las vías de salida o desinversión.

– Parte IV: Valoración y conclusiones. Valoración de la inversión realizada, analizando los beneficios o plusvalías de la operación, así como los inconvenientes encontrados.

En el Anexo 9 figura un ejemplar del cuestionario.

La información financiera utilizada proviene de fuentes distintas a los cuestionarios. Se han utilizado los anuarios de *Actualidad Económica*, *Dicodi*, *Nueva Empresa*, *Fomento de la Producción*, y la base de datos de Dun & Bradstreet. Se ha acudido a los Registros Mercantiles de los domicilios de las empresas objeto de estudio para solicitar las cuentas anuales del año en que se realizó la operación. En algunos casos no ha sido posible obtener las cuentas financieras debido a que, por motivos de confidencialidad, los socios financieros han preferido que la operación se mantuviera en el anonimato.

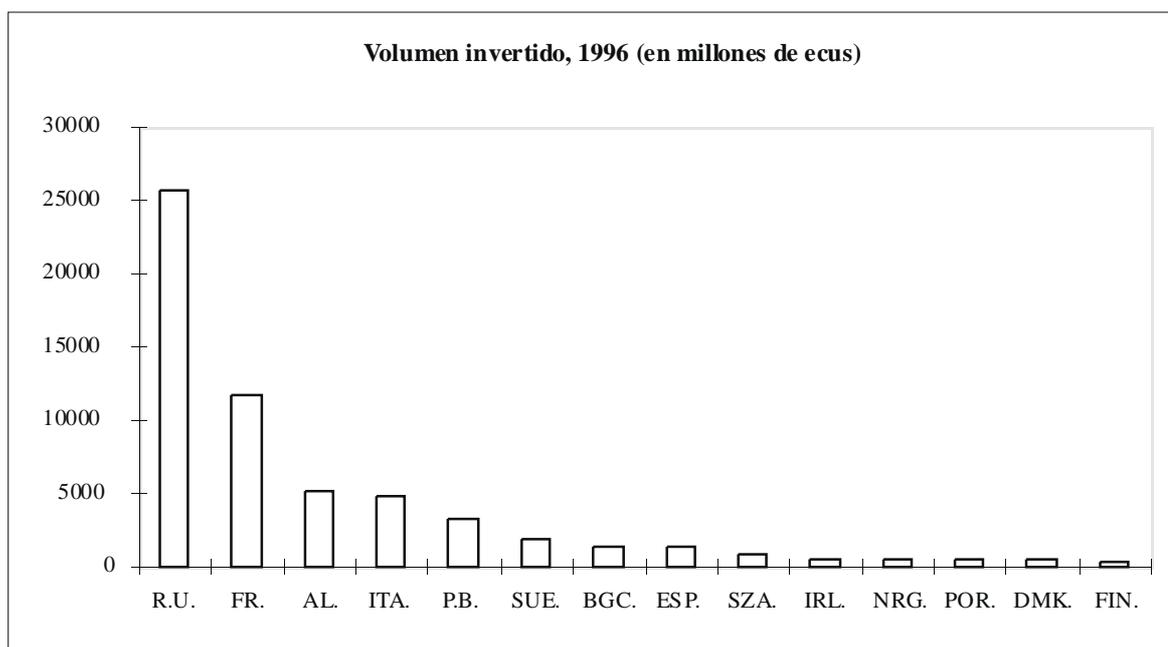
A pesar de todas las fuentes de información utilizadas, no se han podido obtener datos de parte de las empresas objeto de estudio. En otros casos, se ha prescindido de las cuentas anuales de empresas que, por sus características específicas, introducían elementos distorsionadores. Como consecuencia, el número de empresas que ha sido posible analizar cuantitativamente se ha reducido a 83 de las 143 que forman la muestra.

2. Conclusiones

2.1. Puntos destacados

De las operaciones estudiadas se desprenden algunas conclusiones. No son reglas de oro, pero se han seleccionado las más significativas por basarse en muestras de respuestas amplias y no estar directamente influidas por el período económico en el que se ha desarrollado la investigación.

– En España, el capital riesgo todavía está infrautilizado como alternativa de financiación si se compara con otros países europeos.



Fuente: «1997 EVCA Yearbook».

– El capital riesgo es una alternativa de financiación para las pymes (3), pero también para compañías de mayor tamaño.

– Las empresas familiares son la principal fuente de operaciones.

– Según se desprende de las entrevistas realizadas, los socios financieros tienen preferencia por compañías en expansión. Los socios financieros consideraron en el momento de la entrada que hacían 84 inversiones en empresas en crecimiento, 42 en compañías en fase de consolidación y 11 operaciones de inicio.

– Las empresas de servicios buscan al socio financiero en fases más iniciales del negocio que los fabricantes de bienes.

– Como modalidades específicas, llama la atención el protagonismo que están tomando los propios directivos en las operaciones de toma de participación y/o adquisiciones. «Management Buy Out» (MBO) y «Management Buy In» (MBI) han proliferado desde 1991 aunque su frecuencia en términos relativos se ha visto reducida tras la salida de la crisis económica..

– En España, las rigideces estructurales, sobre todo del mercado de trabajo, hacen, en la mayoría de los casos, altamente difícil una reestructuración rápida y profunda de una empresa, por lo que son muy poco frecuentes los «Turnaround».

– La mayor vulnerabilidad de las compañías de reciente creación a las vicisitudes de los ciclos económicos se tradujo en el periodo 1989-1994 en el fracaso de los «start up». Los socios financieros abandonaron prácticamente este tipo de operaciones para dejarlo en manos de las sociedades de desarrollo regional motivadas por incentivos de tipo político pero la percepción de un cambio de entorno económico hacia fases más expansivas ha propiciado

que de nuevo se lleven a cabo este tipo de operaciones. Entre los años 1995 y 1997 se han computado seis operaciones de este tipo.

- Poco frecuentes también son los «Deleverage». La investigación sólo registra un caso.
- Los socios financieros prefieren, en las operaciones de capital sustitución, ir acompañados por directivos.
- La inversión en capital sustitución concentra el mayor número de posiciones mayoritarias. En capital desarrollo se tiende a participaciones minoritarias. Los socios financieros, con frecuencia, tienen más del 50% del capital, o al menos imponen cláusulas de salida cuando se trata de operaciones en las que les acompañan los directivos.
- Las empresas familiares son las más reacias a dejar en manos del socio financiero (o de varios de ellos) la mayoría del capital.
- Los socios financieros no tratan de maximizar la rentabilidad del accionista por la vía financiera, en la medida en que adoptan estructuras financieras relativamente conservadoras. La capacidad de endeudamiento de las compañías adquiridas es sensiblemente mayor a la utilizada.
- Los socios financieros están acudiendo cada vez más a financiaciones mixtas. En el periodo 1989-1994, sólo las inversiones en compañías pequeñas se financiaban con deuda junto al capital. Ahora también los grandes proyectos.
- En opinión de los socios financieros, las operaciones en las que han participado los directivos han creado más valor que los «Buy Out» puros.
- La mayor facilidad de salida hace que los socios financieros, cuando se les pregunta por su estrategia de inversión, apunten que están tendiendo a compañías de mayor tamaño y que quieren abandonar las operaciones sobre empresas con facturaciones inferiores a los 1.000 millones de pesetas. En la práctica, todavía no han aplicado claramente esta política.
- Perspectivas: Las condiciones de entorno para el capital inversión en España han mejorado sentando las bases para que se potencie el sector.

1) Se prevé que España cierre el año 1997 con un crecimiento del PIB del 3 o 3,1%. Ya no parece que haya dudas sobre su integración en el Euro en la primera fase. Para 1998, la OCDE prevé un crecimiento del PIB del 3,6% gracias a la fortaleza de la demanda interna. Esta organización señala, que “España está en la mejor situación económica desde la década de los ochenta, con un crecimiento vigoroso bien repartido y una rápida creación de empleo”.

2) La bajada de los tipos de interés ha proseguido situándose en diciembre de 1997 en el 4,75%.

3) Los segundos mercados bursátiles europeos han iniciado su andadura con un cierto éxito. El Easdaq funciona desde noviembre de 1996. A 15 de diciembre de 1997, estaban admitidas a cotización 23 compañías con una capitalización bursátil global de 3.900 millones de dólares. El Easdaq ha cumplido con su vocación paneuropea ya que las compañías cotizadas provienen de Francia, Italia, Bélgica, Reino Unido, Canadá, Irlanda, Estados Unidos, Austria y Suiza.

Los segundos mercados locales han llegado a un acuerdo para interconectarse y estudian armonizar sus reglamentos para formar una red europea.

4) El Gobierno, a través del Real Decreto 1094/97 de 4 de julio de 1997, ha dado luz verde para que los fondos puedan invertir en empresas no cotizadas. El límite máximo se establece en el 10% de la cartera para los Fondos de Inversión Mobiliaria y en el 5% para los fondos de dinero además de otros requisitos (30).

5) Los gestores de los fondos de pensiones están incrementando la ponderación de los instrumentos de riesgo en sus carteras. En 1996, según datos de Inverco (la asociación de entidades de inversión colectiva), una cartera tipo de un fondo de pensiones español era 75% renta fija, 5% renta variable, 3% divisas, 2% otros (entre los que están las inversiones en no cotizadas), 1% inmuebles y 14% tesorería. A septiembre de 1997, esta cartera ha evolucionado representando la renta fija el 61% de la cartera, la renta variable el 10%, la tesorería el 11%, la inversión en el exterior el 8% y los demás activos el 10%. Todavía se está lejos de las cifras de un fondo tipo inglés que tiene el 60% en renta variable y no cotizadas pero la tendencia es favorable.

6) El volumen de activos de los fondos de pensiones ha proseguido su crecimiento alcanzando los 3,32 billones de pesetas (más 31% en doce meses). Las previsiones del BBV que apuntaban a que el volumen de fondos de pensiones en el año 2000 ascenderá a 7 billones de pesetas, impulsados por la incertidumbre sobre la capacidad de la Seguridad Social para hacer frente a sus compromisos por jubilaciones, se pueden cumplir. El capital riesgo puede verse favorecido directamente por el incremento previsto del volumen de fondos. Indirectamente, también pueden desempeñar una función relevante inyectando liquidez a los segundos mercados bursátiles. Los fondos de pensiones pueden ser los claros protagonistas del Easdaq, como ocurre en el Nasdaq.

2.2. Operación modelo

De los distintos apartados de la investigación se puede deducir lo que sería la operación modelo, aquella que tendría más posibilidades de éxito.

Debería ser:

Tipo de operación	«Management Buy Out»
Tipo de inversión	Capital sustitución
Factores relevantes de decisión	Una combinación de varios
Método de valoración	Basado en datos históricos
Porcentaje de participación	Minoritaria con cláusula de salida
Tipo de financiación	Capital
Tamaño de la empresa	Más de 5.000 millones de ptas. de facturación.

Es difícil que se den todos los requisitos simultáneamente.

Las dos variables que tienen más relevancia son el porcentaje de participación y el tamaño de la compañía. Son las que determinan las posibilidades de salida.

3. Encuadre

3.1. Situación económica durante el período de la investigación, 1989-1997

En una nota técnica (4) de marzo de 1996 completada con un suplemento de abril de 1997, el profesor Argandoña describe la situación económica del período de referencia de esta investigación. Por la fuerte influencia que ejerce el entorno económico sobre las operaciones de capital riesgo, a continuación se citan los principales hitos de los años 1989-1996 recogidos en dichas notas (en el Anexo 12 figura el texto completo de ambas notas).

– En el verano de 1988 aparecieron las primeras señales de que la economía se estaba recalentando.

– En junio de 1989, la peseta entró a formar parte del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME).

– Se inició lo que se pretendía ser un ligero enfriamiento de una demanda recalentada: un «aterrizaje suave».

– A mediados de 1990, cuando los indicios de enfriamiento eran ya patentes, se inició la guerra del Golfo. Este conflicto (que provocó una subida del precio del petróleo del 40%) golpeó fuertemente a la economía española, acentuando la reducción de la demanda.

– En la segunda mitad de 1990, la tasa de crecimiento de la actividad productiva continuó reduciéndose.

– El final de la guerra del Golfo, en la primavera de 1991, generó una euforia que no llegó a materializarse en resultados tangibles: la recesión se generalizó, afectando a todos los países industriales. En España, se acentuó la tendencia depresiva de la economía.

– En diciembre de 1991 se firmó el Tratado de Maastricht, que confirmaba las tres fases diseñadas en el plan Delors y cuyo objetivo final era la estabilidad de precios, que se lograría con el establecimiento de un Banco Central Europeo al que se encomendaría la ejecución de una política monetaria única. El Tratado establecía las condiciones necesarias para que un país fuese admitido en la tercera fase de la UEM. El cumplimiento de las condiciones de Maastricht se convirtió en un reto para el gobierno español, que preparó un ambicioso plan de convergencia.

– A lo largo de 1992, el clima empresarial se fue deteriorando. Se pasó de la recesión a la depresión.

– Tras la tormenta monetaria desencadenada por el «no» del referéndum danés al Tratado de Maastricht, el 16 de septiembre de 1992 la peseta se devaluó un 5% en términos de la paridad central, aunque la depreciación efectiva fue de casi un 15%. El 21 de noviembre tuvo lugar una devaluación adicional del 6% en relación a la paridad central.

– En 1993 se produjeron nuevas turbulencias cambiarias. El 13 de mayo se producía una tercera devaluación (8% de la paridad central). La depresión llegó a su punto más profundo.

– A principios de 1994, el Gobierno aprobó la reforma del mercado laboral, dirigida a potenciar la capacidad creadora de empleo de las empresas mediante la flexibilización del marco de relaciones laborales y la potenciación de la negociación colectiva.

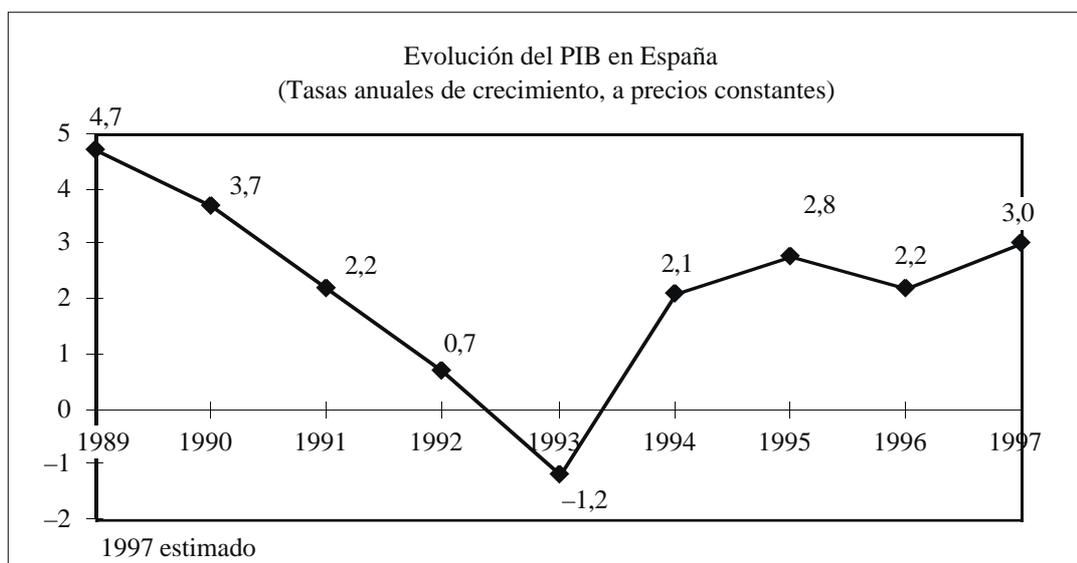
– En los primeros meses de 1994, el PIB volvió a tasas positivas de crecimiento. Se inició la recuperación.

– En julio de 1994, el Gobierno revisó su programa de convergencia y reafirmó su voluntad de cumplir sus objetivos de modo que España pudiese integrarse en la UEM desde sus comienzos.

– Después de un ataque especulativo contra la peseta, que sufrió una nueva devaluación en marzo de 1995, los distintos indicadores de los desequilibrios macroeconómicos mejoraron continuamente a lo largo del año. Sin embargo, los indicadores reales fueron positivos desde comienzo del año, pero empeoraron de manera continuada a lo largo de 1995, lo que se tradujo en la debilidad del consumo y la pérdida de ritmo de la inversión.

- En 1996, la actividad económica continuó la tendencia del año anterior, con una suave pérdida de ritmo, que alcanzó un mínimo en el segundo trimestre, iniciando luego una recuperación poco brillante que continuó en los primeros meses de 1997. La evolución de la demanda interior fue débil, con un crecimiento moderado del consumo y una desaceleración patente de la inversión, sobre todo en construcción. El año se salvó gracias a las exportaciones y, en menor medida, a la inversión en equipo. Una climatología favorable se tradujo en un elevado crecimiento de la producción agrícola y ganadera.

El siguiente Gráfico recoge la evolución del PIB en el período 1989-1997(e):



Fuente: INE.

3.2. Comparación internacional: Estados Unidos - Reino Unido - Europa Continental (5)

El capital riesgo como actividad profesionalizada se desarrolló en Estados Unidos después de la segunda guerra mundial, aunque sus antecedentes se pueden encontrar en Europa mucho antes.

En 1946, Ralph E. Flanders, presidente del Federal Reserve Bank of Boston, apoyado por el general Doriot, profesor en la Harvard Business School, y una serie de colegas del Massachusetts Institute of Technology (MIT), creó la American Research and Development Corporation (ADR), la primera entidad cuyo objetivo era financiar empresas de nueva creación con alto potencial de crecimiento. Casi simultáneamente, algunas familias (Witney, Rothschild, Rockefeller, Phipp, etc.) decidieron diversificar sus inversiones apoyando nuevas iniciativas empresariales.

La expansión real del sector se produjo a partir de 1958, cuando se consiguió el apoyo público. Los inversores privados que participaban en actividades de promoción empresarial mediante «Small Business Investment Companies» (SBIC) recibían fondos públicos adicionales si se ajustaban a los requisitos exigidos por la Small Business Investment Act.

El éxito de la operación «Digital Equipment Corporation» (6), realizada por la ADR en 1957, puso de manifiesto el potencial de rentabilidad que podía ofrecer esta actividad y desempeñó una función determinante en el desarrollo del sector de capital riesgo en Estados Unidos.

En el Reino Unido, el inicio del capital riesgo se puede remontar al siglo XV, con éxitos tales como la Compañía de las Indias Orientales; al siglo XVIII-XIX, cuando se crearon compañías para desarrollar los inventos de Stephenson, Arkwright, Crompton y Brunel, algunos de ellos básicos para la primera revolución industrial inglesa o, ya en el siglo XX, a los años treinta, cuando Charterhouse se constituyó como el primer fondo moderno, especializado en proveer de capital a pequeñas compañías con alto potencial de crecimiento. Pero lo cierto es que a mediados de la década de los setenta no había más de diez fondos activos. En 1979, la inversión total acumulada en capital riesgo ascendía a 20 millones de libras (7). La expansión de forma generalizada, tanto en el Reino Unido como en la Europa continental, no se produjo hasta la década de los ochenta. En la actualidad, el Reino Unido sigue siendo el líder indiscutible del sector en Europa, con el 44% de los recursos europeos totales gestionados, seguido a gran distancia de Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y España. En 1996 el volumen acumulado de inversiones en capital riesgo en Estados Unidos ascendía a 35 millardos de dólares (4.480 millardos de pesetas) (8). Para el conjunto de países europeos esta cifra ascendía a 27.085 miles de ecus (4.334 millardos de pesetas) (9).

A continuación, se describe cuáles son actualmente las características básicas del capital riesgo, poniendo en contraposición la situación de Estados Unidos, la del Reino Unido y la de Europa continental:

a) Inversores/aportantes de fondos

En Estados Unidos, la regulación legal de los fondos de pensiones propiciando la diversificación de sus carteras supuso un fuerte impulso para el capital riesgo. Los fondos de pensiones, como promedio, inyectan el 46% de los nuevos recursos del sector, configurando lo que puede denominarse *modelo anglosajón* (esta situación también se da en el Reino

Unido). En contraposición, en la Europa continental impera el *modelo continental*, en el que el sistema bancario ocupa esta posición de liderazgo en cuanto a aportante de fondos.

b) Naturaleza de la inversión

El distinto grado de madurez del sector hace que en Estados Unidos predominen las inversiones de *segunda ronda* (los fondos prefieren invertir en empresas ya participadas –en las que inyectan capitales adicionales para financiar proyectos de expansión– que entrar en nuevas empresas) mientras que, en Europa, la mayoría de las operaciones realizadas anualmente corresponden a *inversiones en primera ronda* (en 1996, las inversiones iniciales representaron el 82% del total).

c) Fuente de las operaciones

La diferente estructura del tejido empresarial, y el diverso desarrollo de los mercados de capitales y de tomas de participación de empresas, hacen que, en Estados Unidos, la principal fuente de operaciones de «Buy Out» sean las desinversiones de divisiones de grandes empresas y las salidas de empresas de bolsa, mientras que en Europa continental la fuente más común de operaciones son las empresas familiares.

En una posición intermedia entre Estados Unidos y Europa continental, se sitúa el Reino Unido.

d) Tipo de operación

En Estados Unidos, la operación estrella es el «Leverage Buy Out», mientras que el menor desarrollo de los mercados de capitales y los instrumentos de financiación, la idiosincrasia del empresariado europeo (con una mentalidad más conservadora) y unos mayores tipos de interés durante la mayoría de años del periodo estudiado, han determinado que las operaciones en Europa tengan un bajo o nulo nivel de apalancamiento. En Europa, las inversiones se realizan predominantemente vía capital.

En relación a la modalidad de operación según el tipo de inversor, la situación varía en cada país europeo, aunque en general predominan los MBO frente a los MBI, y las operaciones de «Buy Out» puro frente a aquellas en las que participan los equipos directivos.

e) Desinversión de las participaciones

Las vías de salida de las inversiones realizadas por las entidades de capital riesgo vienen determinadas por el desarrollo del mercado secundario, bursátil y el de fusiones y adquisiciones.

En Estados Unidos no existe el problema de falta de alternativas a la hora de plantearse la salida del socio financiero cuando aquel considera que su inversión ha madurado, como le ocurre al sector de capital riesgo en Europa. En este sentido, el Nasdaq ha desempeñado un papel determinante. Se trata de un mercado sin localización física destinado a compañías en expansión. Se inició en 1965 y, tras un éxito rotundo, se ha convertido en el segundo mercado bursátil del mundo por volumen de negociación. Están admitidas a

cotización más de 4.100 empresas, entre las que, por poner un ejemplo, cabría destacar Intel, Microsoft, Cadbury Schweppes, MCI, Ericsson y Apple. La mitad de las acciones que se negocian al día en Estados Unidos se intercambian a través del Nasdaq (10).

Las vías de salida predominantes en Estados Unidos son las IPO (salidas a bolsa) y las ventas a socios industriales.

En Europa se da una mayor dispersión de vías de salida: venta de la participación a un socio industrial, financiero o a particulares, venta a los propios accionistas, a otras empresas de capital riesgo, etc. En los últimos años, las salidas a bolsa han tomado un cierto protagonismo.

En los Anexos 2, 3 y 4 figuran los Cuadros resumen que comparan Estados Unidos y Europa y los distintos países europeos entre sí.

3.3. Algunas características generales del mercado español

En el informe de 1997 publicado por el World Economic Forum «The World Competitiveness Report» se señalan los siguientes datos que pueden servir para encuadrar algunas de las realidades del tejido empresarial español y de sus directivos, y ayudan a explicar el estado del capital riesgo en España en relación a países con un mayor grado de desarrollo. Se mezclan criterios cuantitativos extraídos de estadísticas nacionales y elementos cualitativos frutos de las respuestas de los empresarios.

	España		Reino Unido		Estados Unidos	
	Indicador	Ranking	Indicador	Ranking	Indicador	Ranking
Criterios cuantitativos						
Mercado de capitales (1)	5,88	27	7,77	7	8,35	2
Capital riesgo (1)	5,39	22	6,97	8	8,05	1
Capitalización bursátil (en millardos de US\$)	242	15	1.740	3	8.484	1
Número sociedades cotizadas	357	19	2433	3	8479	1
Remuneración de los altos directivos (US\$)	161.061	29	123.438	17	166.000	32
Tamaño de las empresas industriales (2)	6	10	33	5	153	1
Tamaño de las empresas de servicios (3)	14	7	43	3	136	2
Calificación del crédito (escala 0 a 100)	74	18	88	6	91	4
Coste del capital (4)	5,35	24	7,22	15	7,7	10
Sofisticación de los mercados financieros (5)	5,61	30	8,41	4	8,46	3
Criterios cualitativos						
Espíritu empresarial e innovación (6)	5,59	33	5,61	32	6,56	11
Calidad de los directivos	5,24	32	6,22	23	6,95	14
Asunción de riesgos e iniciativa individual (7)	4,36	39	5,88	18	7,97	2
Voluntad de delegar (8)	4,23	40	5,88	15	7,14	4

Fuente: World Competitiveness Report.

- (1): Cuanto mayor es la cifra mejor cumple el mercado su función (escala 0 a 10)
 (2): número de empresas entre las 500 de Fortune, por ventas
 (3): número de empresas entre las 500 de Fortune, por ventas (datos de 1995)
 (4): valores bajos significan disuadir desarrollo empresarial
 (5): valores bajos significan disuadir desarrollo empresarial
 (6): valores altos indican buen espíritu de los directivos
 (7): valores altos indican que son apoyados y recompensados (datos de 1995)
 (8): cifras bajas indican que es generalmente escasa (datos de 1995)

En el apartado 3.2 se ha visto que Estados Unidos y el Reino Unido son los dos países con un sector de capital riesgo más desarrollado. En relación a estos países, el cuadro anterior muestra que España, a pesar de la clara mejora que ha experimentado en el último año, presenta una serie de peculiaridades, tanto económicas como empresariales:

- España tiene un número muy inferior de grandes grupos industriales. Las empresas de servicios, aunque tienen mayor representación entre las grandes, también están lejos de las de los países de referencia.

- Las empresas españolas tienen mayores problemas de financiación que las de los países de referencia por tener peor calificación del crédito.

- El coste de capital en España es elevado en relación al Reino Unido y Estados Unidos.

- Los mercados de capitales españoles están menos desarrollados en cuanto a volumen de contratación y número de empresas admitidas a cotización. La sofisticación de los mercados es baja.

- La clase directiva española, según esta encuesta, presenta un grado de espíritu emprendedor menor que su homóloga anglosajona. Está muy bien remunerada, lo que supone un desincentivo a su capacidad para asumir riesgos.

4. Los socios financieros

La constitución de fondos y sociedades de capital riesgo dedicados a la toma de participaciones industriales es un fenómeno reciente en España, especialmente si se compara con países anglosajones de fuerte tradición en mercados financieros. Comenzó en los años setenta, a través de sociedades participadas en su mayoría por el Instituto Nacional de Industria. Las entidades financieras privadas se establecieron en los ochenta, la gran mayoría de ellas al final de la década. España estaba de moda y todo el mundo quería participar del «boom» económico que estaba viviendo.

Actualmente operan 46 entidades de capital inversión: 19 son de carácter público y 27 privado (11). A partir de los datos facilitados por ASCRI, la asociación española de entidades de capital riesgo, en esta investigación se han seleccionado las 21 entidades de titularidad privada más activas en el mercado, y la única sociedad de carácter público que actúa con métodos de sociedad privada en la medida en que ha adoptado los mismos criterios de inversión. Se han descartado las demás sociedades públicas por entender que, hasta cierto punto, están más interesadas en el desarrollo de una determinada región o en el fomento del empleo que en la rentabilidad de los proyectos en sí.

Los socios financieros se rigen por dos filosofías de inversión claramente diferenciadas, según estén guiados por la búsqueda de la rentabilidad vía plusvalía o dividendo. En el primer caso, su horizonte de inversión oscila entre los cuatro y los ocho años, mientras que en el segundo caso existe una clara vocación de permanencia en las compañías. En España, la práctica totalidad de los socios financieros se rigen por el primer criterio, constituyendo la excepción aquellos que se rigen por el criterio de dividendos.

Los socios financieros pueden adoptar dos modalidades de entidad inversora:

1) Sociedad de capital inversión (SCI), que se caracteriza por invertir sus propios recursos y por no tener, en principio, duración limitada en el tiempo.

2) Sociedad gestora de fondos de capital inversión (SGFCI), que no cuenta con recursos propios para invertir. Su actividad se orienta a captar recursos de otros inversores, que son integrados en fondos de capital inversión (FCI), y a gestionarlos a cambio de una comisión y una participación en las plusvalías obtenidas en el momento de la liquidación. Estos FCI tienen una duración definida. El origen de los fondos gestionados en Europa proviene principalmente de los bancos, los fondos de pensiones y las compañías de seguros. En España, los inversores extranjeros, sobre todo de la Unión Europea, son los mayores protagonistas. Les siguen las Administraciones públicas. Las compañías de seguros y los fondos de pensiones no tienen prácticamente representación (Anexos 5 y 6).

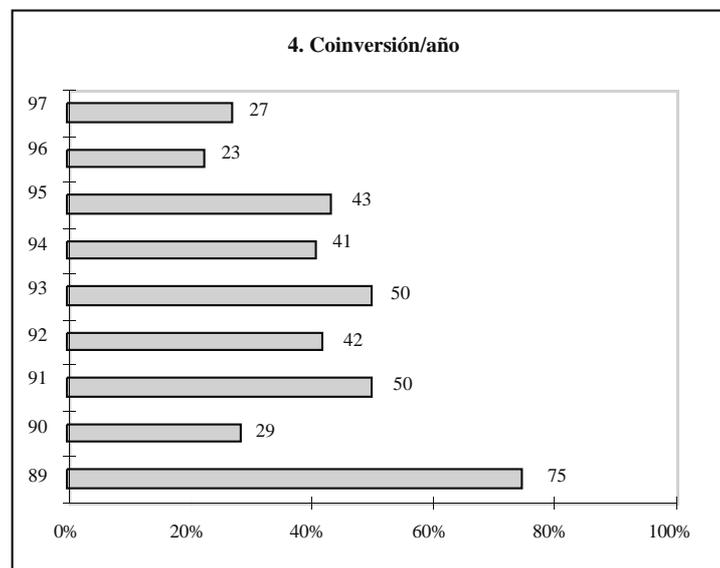
El estudio se basa en inversiones llevadas a cabo por ambas modalidades de entidades, pero priman claramente las SGFCI, que agrupan el 70% de los fondos involucrados en el sector (Anexo 7).

En cuanto al volumen, en España, la gran mayoría de los fondos destinados a estas operaciones son inferiores a los 10.000 millones de pesetas y están ya invertidos en un 60-70%. Pocas entidades tienen liquidez suficiente como para abordar grandes proyectos de forma individualizada.

Para paliar en cierta medida estas limitaciones, algunos socios financieros han constituido fondos pan-europeos. En lugar de asignar los recursos por países, estos se mantienen centralizados y cada oficina local presenta los proyectos que considere interesantes. La decisión final se toma por criterios estratégicos y no geográficos.

Para ganar en liquidez un socio financiero nacional aliado con un inversor extranjero ha sacado en diciembre de 1997 una sociedad de capital riesgo con un valor inicial de 20.000 millones de pesetas.

Para tener acceso a un mayor número de operaciones, a menudo, los socios financieros han recurrido a la coinversión aunque es una práctica cada vez menos utilizada.



Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 137 operaciones

El papel del socio financiero como accionista dista de ser pasivo. Aunque, por norma general, el socio financiero no entra en la gestión diaria de la compañía, sí interviene en las decisiones más relevantes. Participa en los consejos de administración, interviene en la elaboración de presupuestos, planes de inversión y objetivos estratégicos. Ayuda a introducir mejoras en los sistemas de información y de gestión. Proporciona contactos internacionales. En pocos casos cambia la dirección, todo lo más refuerza determinadas áreas. Un buen equipo directivo es uno de los principales motivos de la inversión, por lo que no cabe cambiarlo. De hecho, antes de la entrada, la apreciación que tiene el socio financiero del grado de calificación del equipo gestor es alta o media en un 98% de los casos analizados, mientras que estima que la calidad de la gestión financiera y de control, las áreas que tradicionalmente son más vulnerables en las compañías españolas, es alta, en un 49%; media, en un 31%, y baja en un 20%.

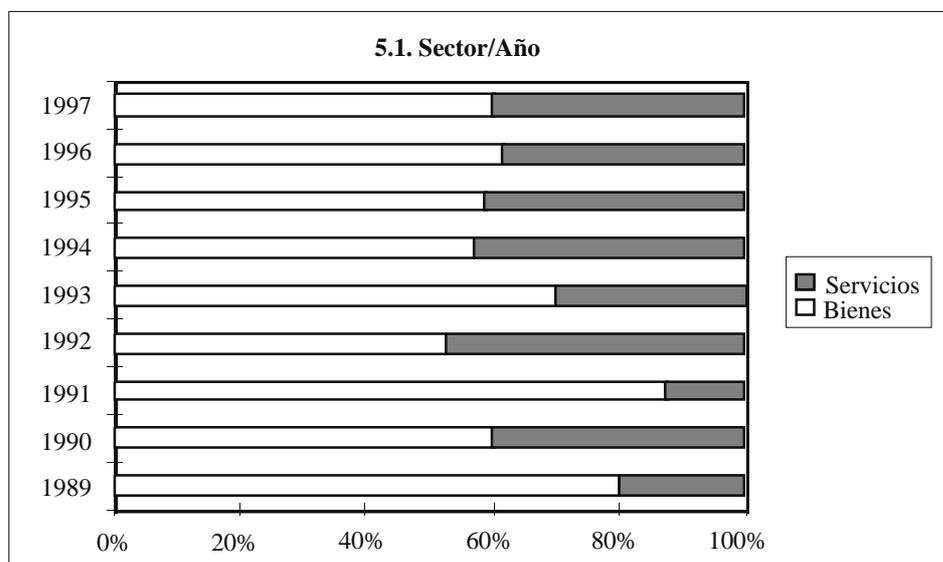
A su vez, cuando un empresario admite en su accionariado a un socio financiero, busca algo más que la mera aportación de fondos. Piensa que le puede suponer credibilidad financiera, prestigio, cierta capacidad de gestión, sobre todo en el área de control, asesoramiento empresarial gracias a sus contactos internacionales, y un alto conocimiento en la realización de operaciones financieras sofisticadas. También se da el caso de empresas que quieren salir a bolsa y ven al socio financiero como un paso intermedio entre la privacidad total y la cotización pública de las acciones.

5. La compañía

5.1. Sector

5.1.1. Reparto sectorial de las empresas objeto de «Buy Out»

Las compañías objeto de «Buy Out» abarcan un amplio abanico de sectores. Un socio financiero señala que no existen sectores en los que no se puedan obtener rentabilidades interesantes y, por tanto, no descarta ninguno al estudiar una operación. En general, sin embargo, se da una clara preferencia por los productores de bienes, ya sean industriales o de consumo, sobre los servicios. Como se verá más adelante, en principio se descartan las compañías inmobiliarias y las entidades financieras.



Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 136 operaciones

Alimentación, con un 17% de las compañías analizadas, es el sector estrella. Las compañías alimentarias objeto de inversión de socio financiero, suelen disponer, además de producto propio, de marca, distribución y cuota de mercado, lo que les puede hacer especialmente atractivas en el momento de la venta, consiguiéndose valoraciones superiores a las basadas en resultados.

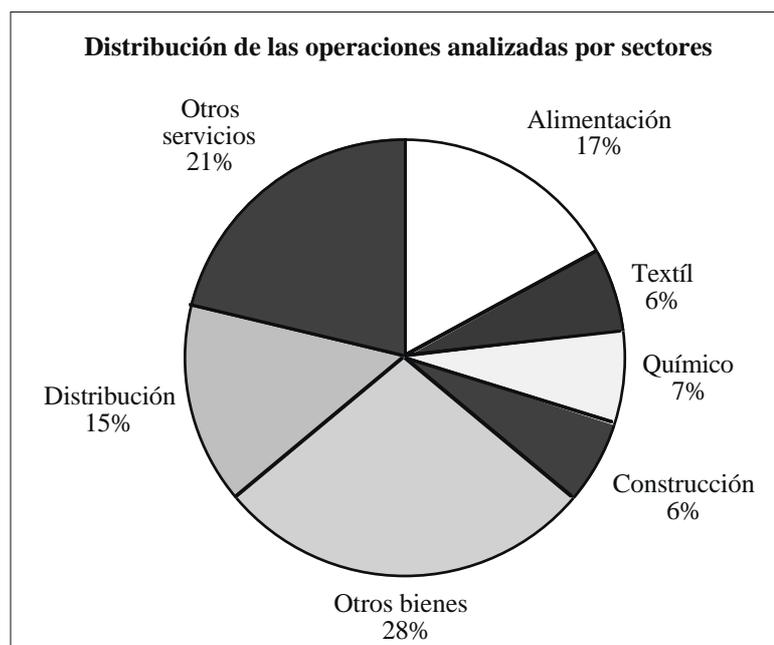
Por los mismos motivos, la distribución también es propicia a los «Buy Out» (15% de la compañías analizadas). Tiene el aliciente adicional que puede crear sinergias con otras compañías participadas y añadir valor a toda la cartera.

Químico (7% de las operaciones), textil (6%) y construcción (6%) son los siguientes sectores, clasificados por concentración de «Buy Out».

En el campo de los servicios se da un amplio espectro de actividades: ocio, publicidad, diseño de material de oficinas, educación, seguros... En cualquier caso, se trata de evitar las compañías muy dependientes de una o pocas personas. En el ámbito financiero sólo se ha detectado una toma de participación, la de un banco pequeño. En general, las compañías de capital riesgo no quieren entrar en ese mercado.

También parecen estar vetados los sectores muy intensivos en capital y los sometidos a cambios tecnológicos rápidos al no encajar en la estrategia de inversión de los financieros. Ello se justifica por tres razones: no pueden hacer inversiones excesivamente altas (aunque ellos afirman que la cuantía nunca es un impedimento absoluto); tienen un horizonte de inversión limitado y, por último, no quieren hacer desembolsos sucesivos.

En el área inmobiliaria, sólo se ha detectado una operación. En principio es un sector del que huyen los financieros, ya que no buscan adquirir activos, sino actividades. Sin embargo, sí valoran cuándo en una compañía industrial hay activos inmobiliarios que se pueden enajenar y en los que hay plusvalías latentes.



Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 94 operaciones

5.1.2. Sector y fase de desarrollo de la compañía

En los cuestionarios se pedía a los socios financieros que definieran la fase de desarrollo de la compañía que estaban describiendo. Al procesar las respuestas obtenidas (Anexo 10, gráfico 5.1.2a) y clasificar las compañías por sectores, se ha obtenido que, sobre una muestra de 88 operaciones, de las cuales 57 correspondían a fabricantes de bienes y 31 a empresas de servicios:

- Dentro de las operaciones realizadas en la fase de inicio, predominan las llevadas a cabo en compañías de servicios (62%) sobre los fabricantes de bienes (38%).

- En fase de crecimiento, el reparto porcentual de las operaciones es de un 54% para bienes y el 41% para servicios.

- En fase de madurez hay una clara concentración de las operaciones en compañías productoras de bienes (74% de los casos frente a 26% para servicios). No obstante, en el periodo 95-97 se apunta un cambio de tendencia. El peso relativo de los servicios es cada vez mayor (56% bienes por 44% en servicios).

Si en lugar de tabular las respuestas por fase de desarrollo de la compañía se toman como referencia los sectores (Anexo 10, gráfico 5.1.2b), se obtiene que:

- El 57% de las operaciones sobre fabricantes de bienes se han realizado cuando la compañía estaba en fase de crecimiento, el 37% cuando había alcanzado la madurez y sólo el 6% eran operaciones de inicio.

- En el sector de servicios, la mayor concentración de operaciones, el 64%, se producía en compañías en fase de crecimiento, a mucha distancia del 21% de operaciones sobre empresas maduras y del 15% de compañías de nueva creación.

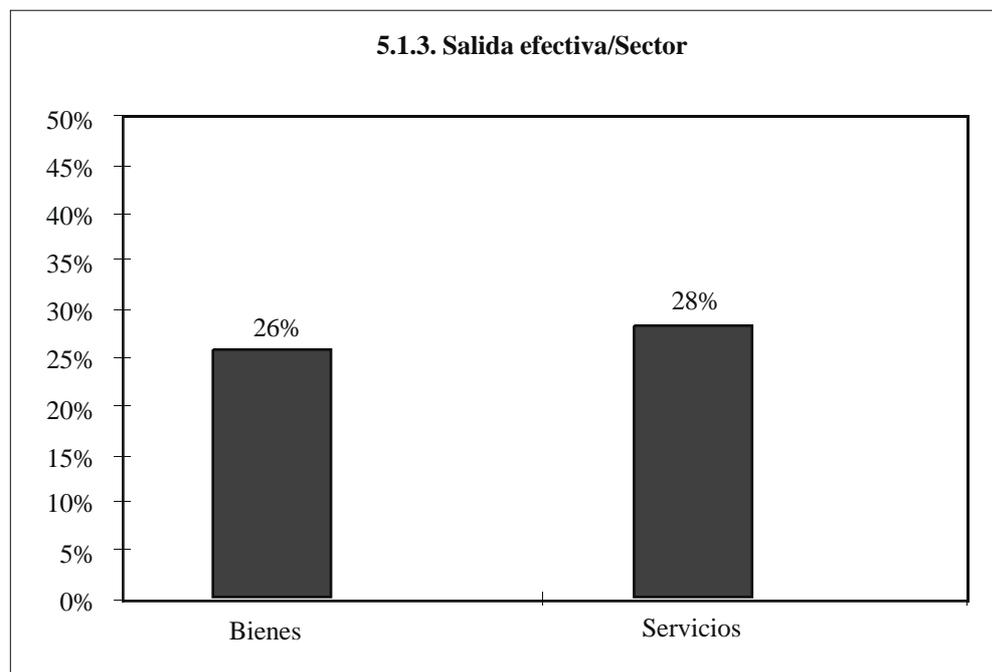
Aparentemente los inversores perciben que la incertidumbre sobre el futuro de una empresa dura menos, en términos relativos, en bienes que en servicios.

Otra explicación posible es que los servicios, al ser menos intensivos en capital, no necesitan fondos externos una vez que se han establecido y alcanzado su posición en el mercado. Los fabricantes de bienes, aunque estén en un mercado maduro, tienen que seguir invirtiendo para mantener su posición y no quedarse obsoletos tecnológicamente. Por ello, las empresas de servicios buscan al socio financiero en fases más iniciales del negocio. En una fase de madurez, la autofinanciación puede ser suficiente.

5.1.3. Sector y salida de la operación

Al final del cuestionario, en las dos fases del estudio, se preguntaba a los socios financieros si ya habían desinvertido la operación, es decir, si ya habían salido de la compañía. Las respuestas abarcan el período 1989-1997, tanto para la toma de participación como para la desinversión. En el punto 7.4 se tratan de forma detallada las vías de salida utilizadas y las variables básicas en el momento de la desinversión.

El Gráfico siguiente sólo pretende ilustrar la influencia del sector en las posibilidades de venta de la participación:



Fuente: Elaboración propia.

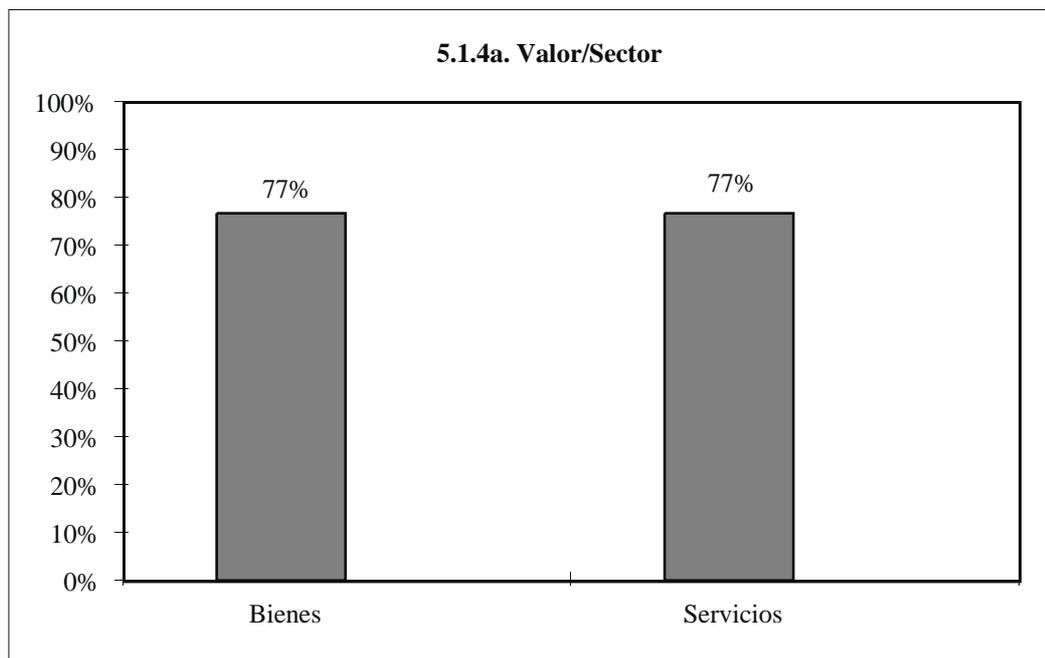
Muestra: 132 operaciones

De esta forma, al clasificar las respuestas por sectores en los que se inscribían las compañías, se ha obtenido –sobre una muestra de 132 operaciones– que hay una frecuencia de desinversión parecida tanto si se trata de compañías fabricantes de bienes como de empresas de servicios. En ambos casos el porcentaje de salida era algo superior al 25%; para ser exactos, el 26% en bienes y el 28% en servicios.

5.1.4. Sector y creación de valor de la operación

Los socios financieros también contestaban en el cuestionario si cada operación había creado valor, desde su punto de vista. Para esta variable también se amplía el análisis en el punto 8 del documento, pero aquí avanzamos los datos referentes a la relación con el sector de actividad de las compañías objeto de «Buy Out».

Al repartir las respuestas por sectores, se ha comprobado que la creación de valor otorgada a las inversiones es exactamente igual, se trate del sector de bienes o del de servicios. Como puede observarse en el gráfico siguiente, los socios financieros piensan que han creado valor en el 77% de sus inversiones, independientemente de que se tratase de inversiones en empresas de servicios o productores de bienes.



Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 110 operaciones.

La percepción de los socios financieros sobre sus operaciones clasificadas por sectores contrasta con la que tenían hace dos años cuando les hicimos la misma pregunta. En aquel momento, consideraban que las operaciones en el sector de bienes habían producido más valor que las del sector de servicios (75% frente a 67%). En aquel momento encontramos una posible explicación a esta diferencia de valoración en la fase de desarrollo del negocio en la que habían entrado los socios financieros. Al entrar con mayor frecuencia en una fase todavía de crecimiento en los servicios, el riesgo era mayor en un entorno económico inestable, por lo que había una mayor dificultad para generar valor. El cambio de ciclo económico puede explicar que ahora la percepción sea más optimista.

Aún así, todavía los socios financieros se muestran prudentes y asignan mayor valor a las operaciones en mercados maduros (Anexo 10, gráfico 5.1.4b).

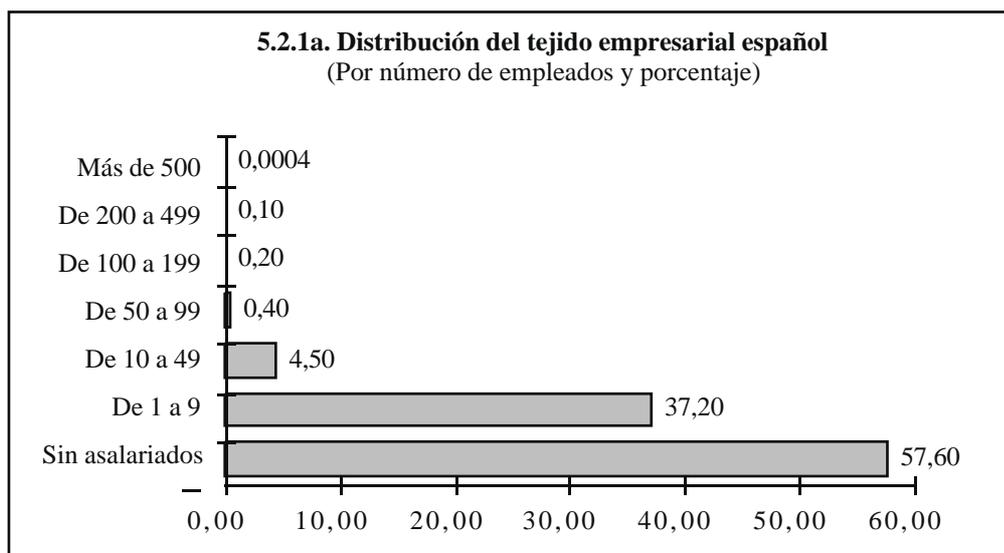
5.2. Características de la empresa objetivo

5.2.1. ¿Es una pyme?

Aunque existen numerosas definiciones de PYMEs, a efectos de esta investigación se tomará como referencia lo establecido por las Directrices Comunitarias sobre ayudas estatales a la pequeña y mediana empresa (PYME). La Directiva 92/C213/02 fijaba que para que una empresa sea considerada pequeña y mediana debía tener menos de 250 trabajadores, su volumen de negocio debía ser inferior a 20 millones de ecus, o bien debía tener un activo inferior a 10 millones de ecus (en pesetas, 3.200 millones de facturación y 1.600 de activo). El 3 de Abril de 1996, La Comunidad Europea modificó los umbrales de facturación y activos elevandolos a 40 y 27 millones de ecus respectivamente (6.400 y 4.320 millones de pesetas). Mantuvo el número de trabajadores en 250.

Según esta definición, España es un país de pequeñas y medianas empresas:

– Por número de empleados, el 99% de las empresas españolas son pequeñas y medianas. El 95% de las empresas tienen menos de 10 asalariados. El número de empresas con más de 100 empleados asciende a 7.527. Si elevamos el umbral a 500 trabajadores, no llegan a las 1.000.



Fuente: Elaborado por el IMPI a partir de los datos del DIRCE.

El Instituto de la Mediana y Pequeña Empresa Industrial (IMPI) asegura, en su informe anual de 1995, que en términos internacionales, la importancia de la pyme en España es superior a la media comunitaria, situándose junto con Italia, Grecia y Dinamarca en el grupo de países con mayor presencia de este tipo de empresas.

Añade que el porcentaje que las pyme representan en el total de la industria ha crecido en los primeros años noventa, manteniendo una tendencia iniciada ya en la década anterior.

Conceptualmente, el capital riesgo tiene como función proveer de fondos a las pymes. Sin embargo, de la investigación, y a pesar del tejido industrial que presenta el país, se desprende que, en España, las inversiones de los socios financieros no se circunscriben a las pyme.

– Clasificando las empresas por volumen de ventas, el 74% de las inversiones estudiadas corresponden a pymes (14).

Cuadro 5.2.1b. Volumen de ventas de las empresas estudiadas

En millones	Empresas	Porcentaje	Acumulado
Menos de 1.000	31	26%	26%
De 1.001 a 2.000	22	19%	45%
De 2.001 a 3.200	8	7%	52%
De 3.201 a 5.000	16	14%	65%
De 5.000 a 6.400	10	8%	74%
Más de 6.400	31	26%	100%
Total	118	100%	

Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 118 operaciones

El 26% de las compañías de la muestra tiene una facturación inferior a los 1.000 millones; otro 26% está por encima de los 6.400 millones y el mayor número de compañías se sitúa entre estas dos cifras.

– Por número de empleados, el 68% de las operaciones corresponden a pymes (13).

Cuadro 5.2.1c. Número de empleados

Empleados	Empresas	Porcentaje	Acumulado
Menos de 250	82	68%	68%
De 251 a 500	24	20%	88%
Más de 500	14	12%	100%
Total	120	100%	

Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 120 operaciones

Casi un 90% de las compañías de la muestra tienen un número de empleados inferior a los 500 trabajadores.

– Por volumen de activos, sólo el 36% de las compañías corresponden a la definición de pyme (14).

Cuadro 5.2.1d. Volumen del activo

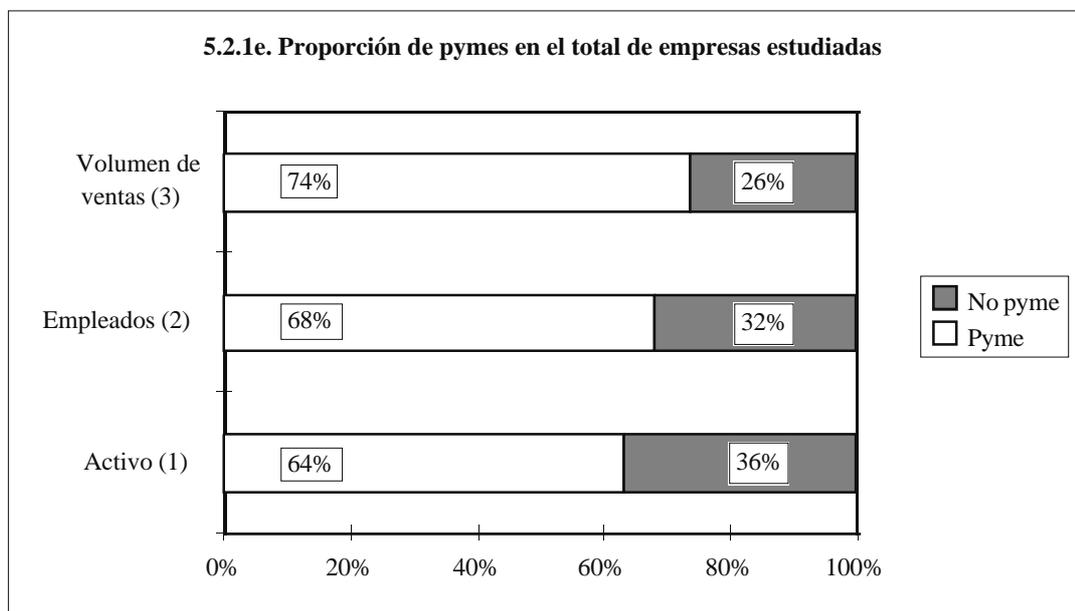
	Empresas	Porcentaje
Hasta 4.320	47	63,51%
Más de 4.320	27	36,49%
Total	74	100,00%

Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 74 operaciones

De los datos anteriores se deduce que el capital riesgo es una alternativa de financiación para las pymes, pero también para compañías de mayor tamaño.

En el siguiente Gráfico puede observarse la proporción de pymes según los distintos criterios estudiados:

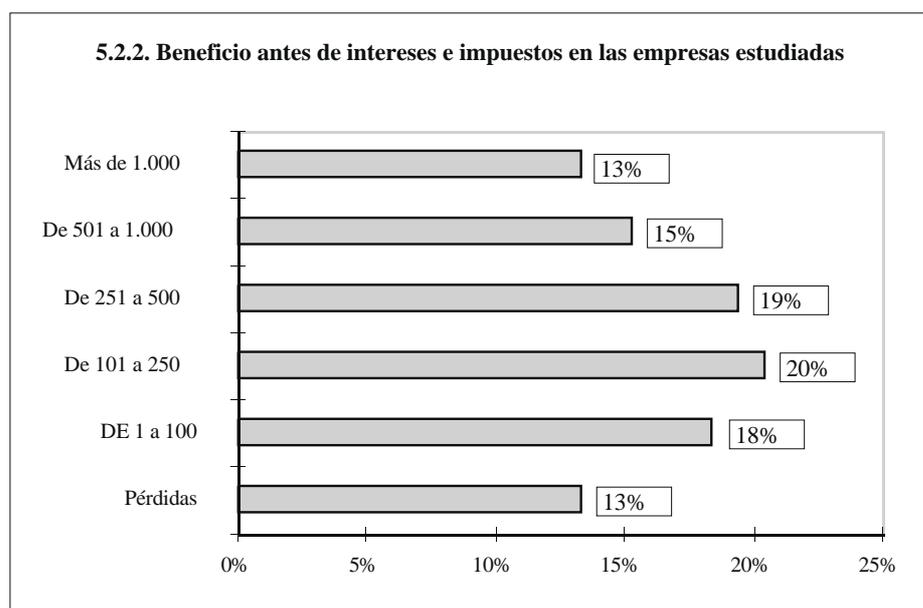


Fuente: Elaboración propia.

Muestra: (1) 74 operaciones
 (2) 120 operaciones
 (3) 118 operaciones

5.2.2. Beneficio antes de intereses e impuestos (BAII)

El 87% de las compañías de las que se dispone de datos tiene un BAII positivo inferior a 1.000 millones en el momento de la entrada del socio financiero. Aunque en las entrevistas realizadas algunos socios financieros señalaban que no aceptan inversiones en compañías con BAII inferior a los 100 millones, en la práctica, un 31% de las operaciones no cubren este objetivo. Es más, un 13% de las inversiones se hicieron sobre empresas con un BAII negativo.

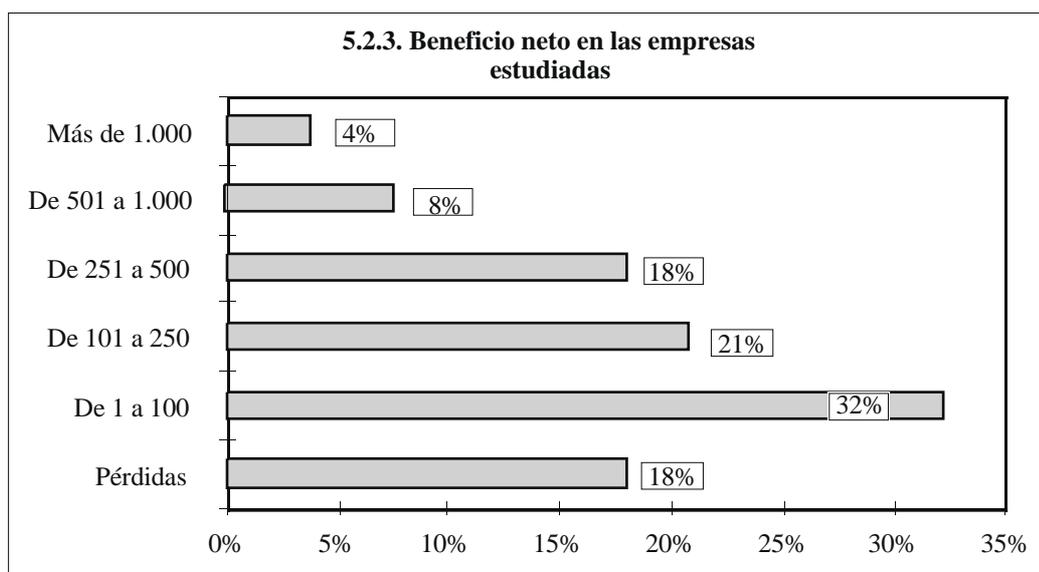


Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 98 operaciones

5.2.3. Beneficio neto

La mitad de las compañías de las que se ha podido obtener información financiera tiene un beneficio neto inferior a los 100 millones de pesetas en el momento de la entrada del socio financiero. Un 18% está en pérdidas. Sólo un 12% supera los 500 millones.



Fuente: Elaboración propia.

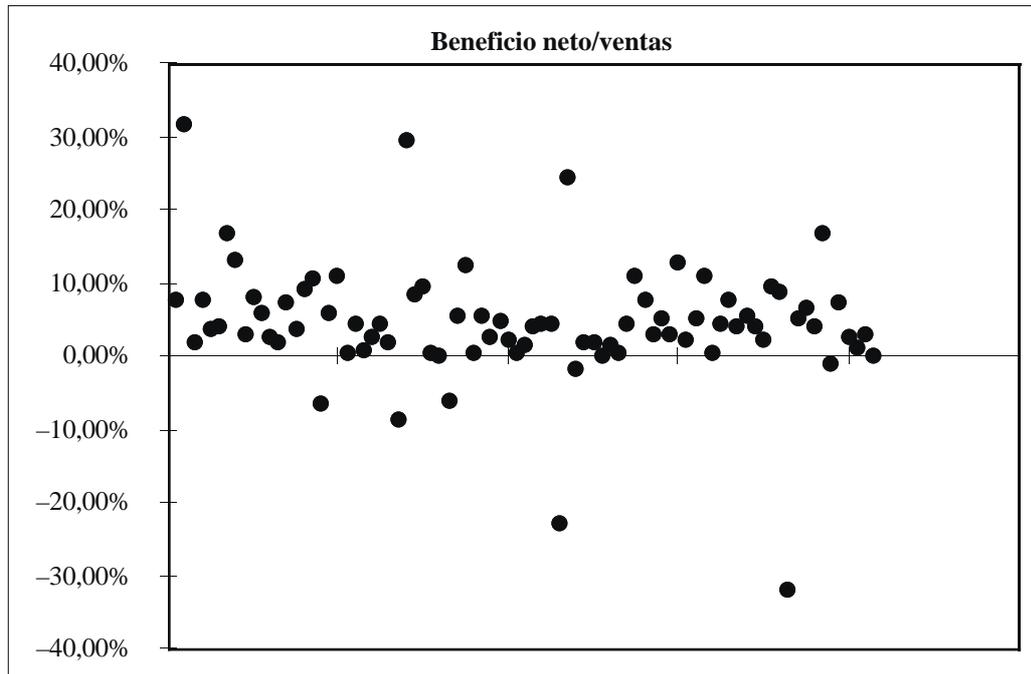
Muestra: 106 operaciones

5.2.4. Ratios

–Beneficio neto sobre ventas:

Sobre una muestra de 83 compañías, la media del ratio de beneficio neto/ventas se sitúa en el 4,49%, algo superior al que se había obtenido en la muestra de operaciones hasta 1995 (4,24%).

La distribución de empresas en función de este ratio da: 8 empresas con un ratio negativo, 28 con un beneficio/ventas entre el 1% y el 3%, 14 compañías entre el 3% y el 5%, 21 entre 5% y 10% y 12 por encima del 10%. La tasa negativa más baja se sitúa en el -32,1% y el ratio más positivo en 31,8%.

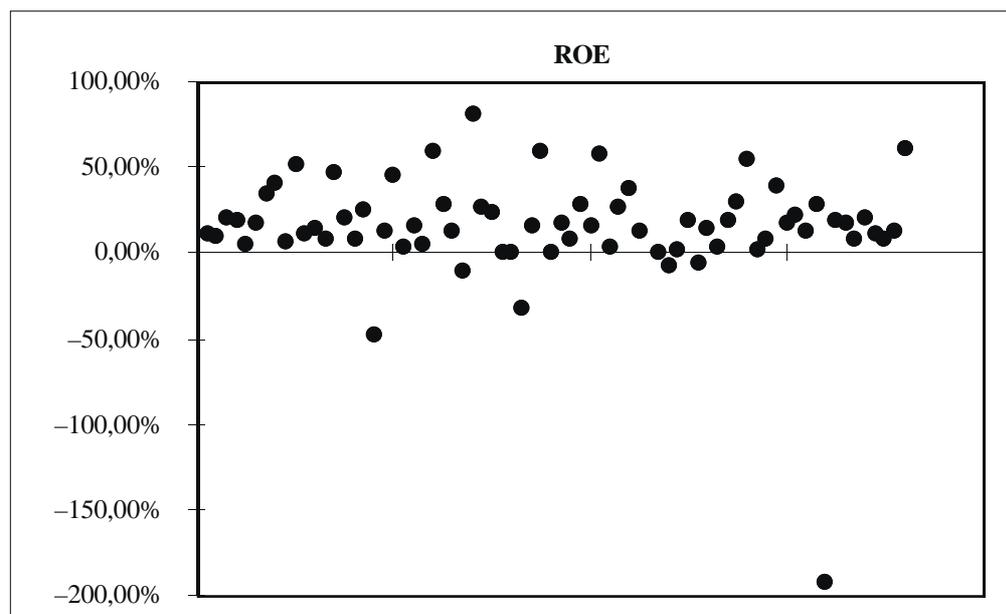


Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 83 operaciones

– Beneficio neto sobre recursos propios:

El ROE (beneficio neto sobre recursos propios) medio calculado sobre las cifras del momento de la entrada para las operaciones llevadas a cabo entre 1989-1997 se sitúa en un 15,26%, 4 puntos por encima del ROE medio de las compañías cotizadas en la bolsa de Madrid en 1996 (12,11%).

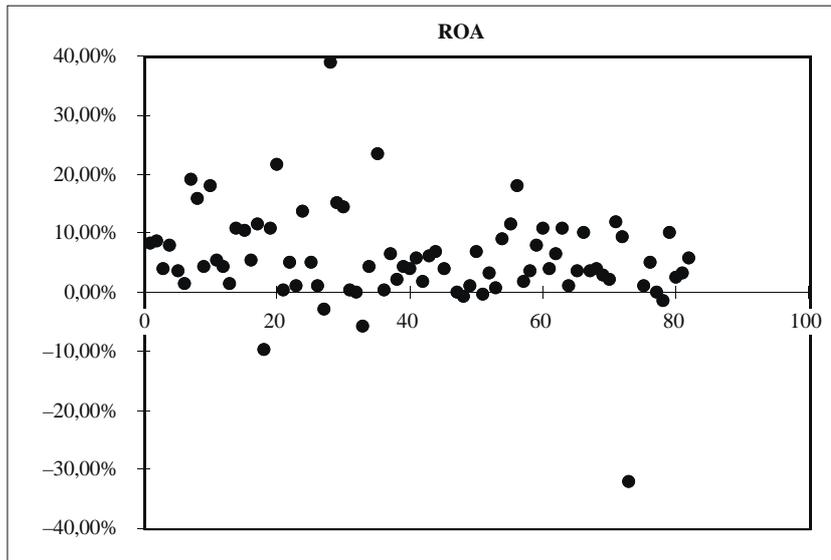


Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 71 operaciones

– Beneficio neto sobre activos:

El ROA (beneficio neto sobre activo total) medio es del 5,69%. La mayor concentración de ratios se da entre 0 y 10% (53 de las empresas sobre una muestra de 80 compañías). ROA negativo se da en 7 casos. ROA superior al 10% en las 20 empresas restante.

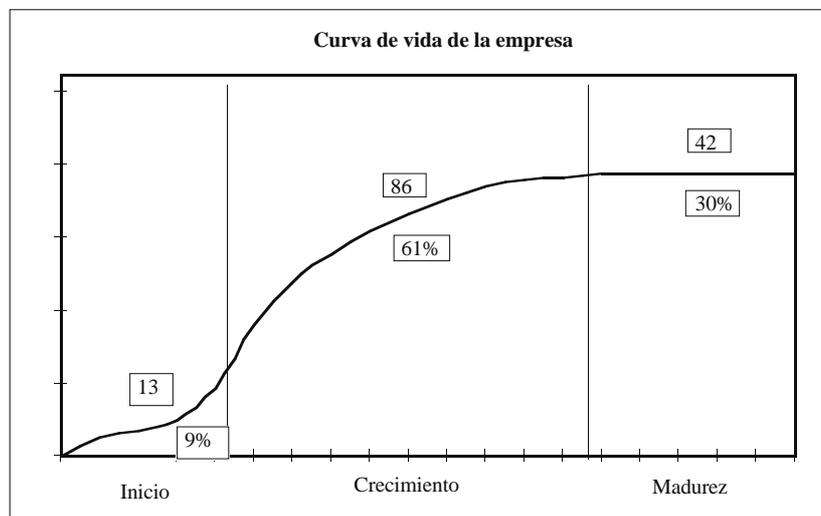


Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 80 operaciones

5.2.5. Fase de desarrollo de las compañías objeto de «Buy Out»

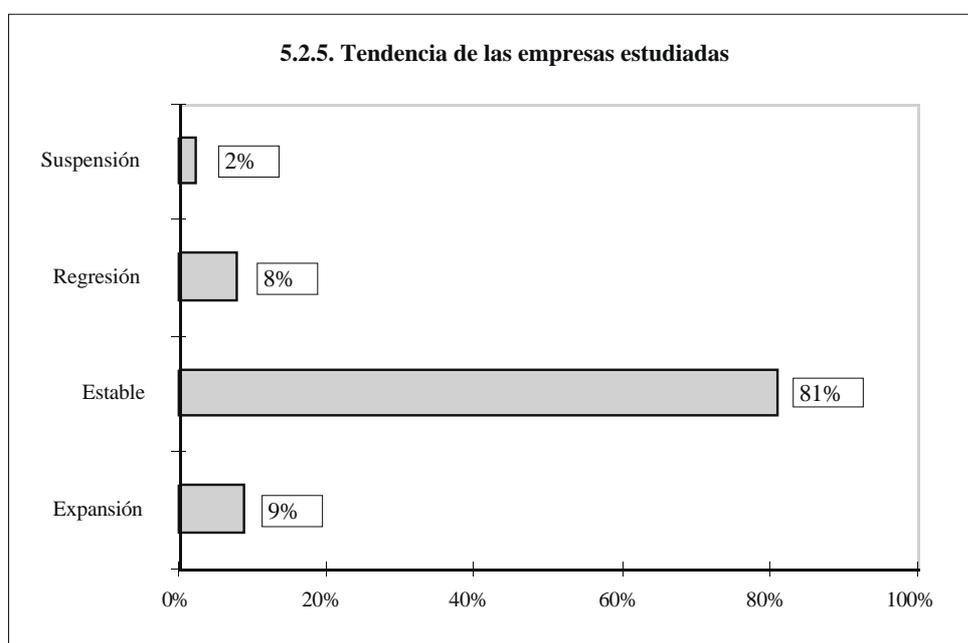
En el cuestionario se solicitaba de los socios financieros que definieran cuál era la fase de desarrollo en la que se encontraba la compañía objeto de su inversión. En 86 operaciones consideraron que la empresa estaba en crecimiento, en 42 establecieron que entraban en compañías en fase de consolidación, y 13 operaciones fueron calificadas como de inicio. Queda patente que los socios financieros tienen preferencia por compañías en expansión.



Se ha querido contrastar estas respuestas con la evolución efectiva que han seguido las compañías objeto de inversión por socio financiero, y para ello se ha acudido a la información facilitada por la base de datos de Dun & Bradstreet.

Dun & Bradstreet, al hacer la valoración crediticia de las compañías, señala la tendencia que han mantenido en los últimos ejercicios. Sobre una muestra de 90 empresas objeto de «Buy Out», indica que el 81% de las compañías ha tenido un comportamiento estable, y sólo un 9% ha conocido una fase de expansión.

El ciclo económico puede, en cierta medida, explicar el desfase entre las previsiones de los socios financieros y lo que realmente ha ocurrido.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Dun & Bradstreet. Muestra: 90 operaciones.

Sin embargo, al preguntarles por las perspectivas de «cash-flow», los socios financieros sí coinciden más con los datos de Dun & Bradstreet, ya que preveían que serían muy estables en un 20% de los casos, estables en un 60% y volátiles en un 20% (datos referidos sólo al periodo 1989-1995).

5.2.6. Estructura financiera de las compañías participadas

Clasificadas por volúmenes de activo, las compañías participadas presentan la siguiente estructura de balance agregada (15):

	Activos < 1.600 millones	Activos > 1.600 millones	Activos > 4.320 millones
Inmovilizado neto	29%	47%	47%
Activo circulante	71%	53%	53%
Total activo	100%	100%	100%
Recursos propios	32%	29%	39%
Deuda a largo	10%	21%	27%
Deuda a corto	56%	47%	28%
Otras cuentas	1%	3%	7%
Total pasivo	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 83 operaciones

De la Tabla anterior, se puede establecer que:

– Las empresas pequeñas presentan mayor flexibilidad y capacidad de adaptación al tener su inmovilizado un menor peso en el activo total (29% frente a 47%).

– Las empresas pequeñas utilizan la deuda a corto plazo como principal fuente de financiación. A medida que crece el tamaño de la compañía mayor utilización hace de otros instrumentos de financiación y en especial de deuda a largo plazo. Las grandes empresas sí utilizan toda su capacidad de endeudamiento.

Las diferencias de estructura de activo entre empresas se pueden explicar, en cierta medida, por el mayor peso relativo que tienen los servicios en las empresas con menor volumen de activos. La mayoría de las compañías de distribución y otros servicios corresponden a empresas con activos inferiores a 1.600 millones de pesetas. En este tipo de compañías, el inmovilizado tiene mucho menor peso relativo, y los deudores, mucho mayor.

Para el segmento de industrias manufactureras, el IMPI presenta una estructura financiera tipo para el año 1993, utilizando como base los datos del proyecto BACH (Bank for the accounts of Companies Harmonised) (16). El Cuadro siguiente recoge dicha estructura comparándola con la estructura media de las compañías manufactureras objeto de la investigación, separadas igualmente por el umbral de los 500 trabajadores (17).

	Empresas manufactureras < 500 empleados		Empresas manufactureras > 500 empleados	
	BACH	Investigación	BACH	Investigación
Inmovilizado neto	40%	39%	51%	43%
Activo circulante	60%	61%	49%	57%
Total activo	100%	100%	100%	100%
Recursos propios	44%	34%	27%	28%
Deuda a largo	9%	16%	18%	20%
Deuda a corto	46%	49%	48%	50%
Otras cuentas	2%	1%	8%	1%
Total pasivo	100%	100%	100%	100%

Fuente: BACH-elaboración propia.

Muestra: 66 operaciones

Cuando se había tomado como referencia las operaciones del periodo 1989-1995 se había obtenido que las empresas de menor tamaño de la investigación presentaban una situación financiera peor que el conjunto de compañías encuadradas en el proyecto BACH y que sin embargo las grandes empresas de la investigación tenían una estructura de balance más saneada que el conjunto de las compañías.

Al agregar la totalidad de las empresas participadas en el periodo 1989-1997, se obtiene que la estructura de balance es relativamente similar aunque todavía persisten algunas diferencias:

- Las compañías de menos de 500 trabajadores siguen presentando una fuerte diferencia en sus recursos propios en relación con las compañías del proyecto BACH (10 puntos porcentuales menos).
- El porcentaje de deuda de las compañías objeto de la investigación es mayor tanto a largo como a corto y tanto en el caso de las pequeñas como de las grandes compañías.
- La estructura de activo de las compañías objeto de la investigación es más flexible.

6. La operación

6.1. Tipo de inversión

6.1.1. Definición y clasificación de los tipos de inversión

Las inversiones de los socios financieros pueden clasificarse en:

- Capital semilla: tiene por objeto financiar fases preliminares a la constitución de una empresa (estudios de mercado, planes de viabilidad de un negocio...).

– Capital de arranque: aporta recursos para la puesta en marcha de una empresa.

– Capital desarrollo: es una inversión orientada al crecimiento del negocio. El socio financiero aporta, mediante ampliación de capital o la suscripción de bonos convertibles, los recursos necesarios para poner en marcha proyectos de expansión o de reorientación estratégica.

– Capital sustitución: aquella inversión destinada a la reorganización del capital mediante cambios en el accionariado, dando paso al socio financiero solo o acompañado por otros inversores. Esta fórmula permite solucionar problemas sucesorios, dar liquidez a accionistas pasivos, profesionalizar la gestión dando entrada a los directivos que quieran acceder a la propiedad, o facilitar la desinversión de filiales y divisiones.

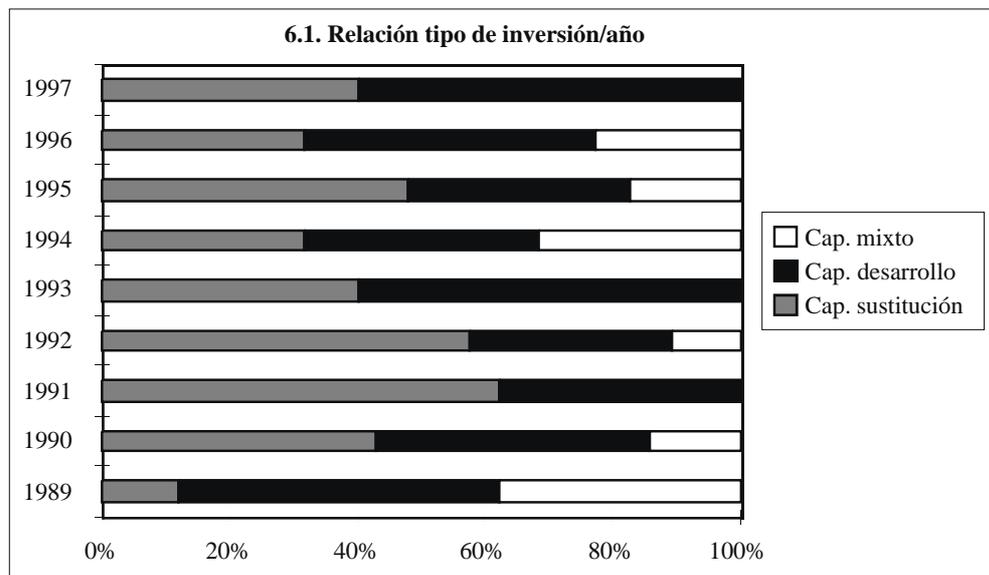
Por capital mixto se entiende aquellos proyectos de financiación en los que se combina el capital desarrollo y el capital sustitución, es decir, además de favorecer el cambio en el accionariado, el socio financiero inyecta capital que permita acometer proyectos de expansión o reestructuración de la empresa.

En la investigación no se ha detectado ningún caso de capital semilla. El capital de arranque es muy reducido. Para la totalidad del periodo 1989-1997 se han computado 11 operaciones si agregamos a las de arranque puro aquellas operaciones sobre compañías de muy reciente creación.

Los socios financieros privados aportan recursos básicamente a operaciones de capital desarrollo, sustitución o mixto.

En las operaciones estudiadas se observa prácticamente la misma frecuencia para el capital sustitución (56 operaciones) que para el capital desarrollo (57 operaciones). El capital mixto tiene una frecuencia mucho más esporádica (23 operaciones).

No hay una tendencia que establezca si el sector se va a decantar por un tipo u otro de operaciones. Capital sustitución y capital desarrollo tienen porcentajes de inversión absolutamente erráticos. El capital mixto nunca es el tipo de inversión dominante, aunque algunos años su peso relativo es importante (llega a alcanzar el 38% de las operaciones).

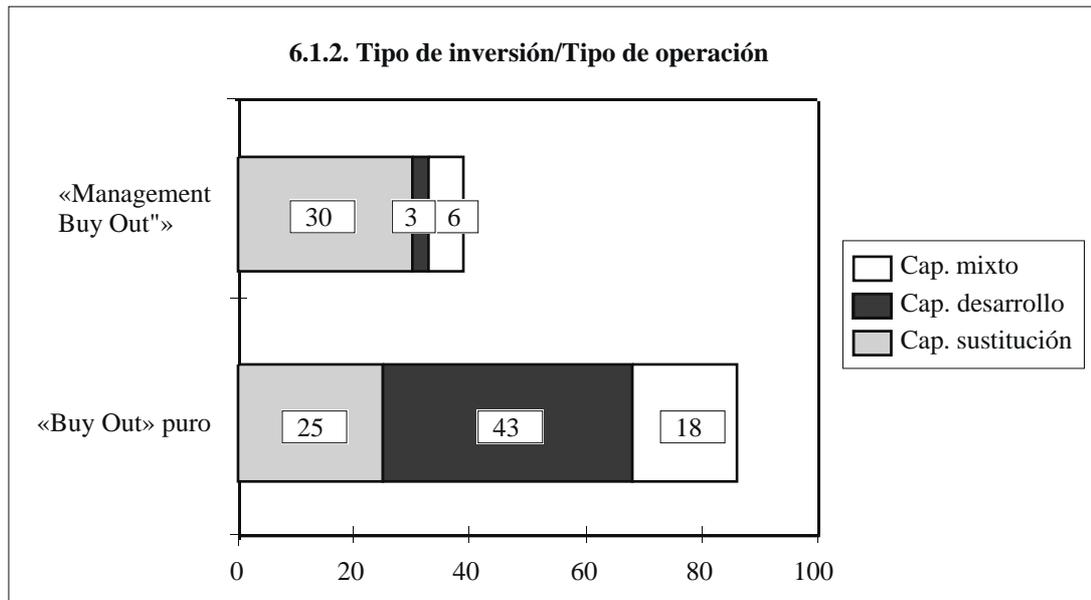


Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 136 operaciones

6.1.2. Tipo de inversión y tipo de operación

Según se desprende de los datos recogidos en la investigación, los «Buy Out» puros son, en la mayoría de los casos (50%), operaciones de capital desarrollo. La estructura organizativa de los socios financieros suele ser reducida, con equipos de gestión pequeños, lo que explica que los socios financieros solos no lleven a cabo con frecuencia operaciones de capital sustitución (sólo un 29% de los casos).



Fuente: Elaboración propia. Muestra: 125 operaciones: 39 con «Management» y 86 «Buy Out» puros.

Por contra, los MBO u otras inversiones en las que participan los directivos, son principalmente operaciones de capital sustitución (77% de los casos). Esto es lógico en la medida en que las operaciones con directivos tienen su origen en cuestiones sucesorias o en desinversiones de grupos industriales. Se trata de dar liquidez a posiciones accionariales. El capital mixto también cumple este objetivo, aunque, además, haya fondos que permanezcan en la empresa y financien algún proyecto de expansión.

Se dan tres casos de MBO en capital desarrollo, pero es una modalidad muy atípica. En uno de los casos, la entrada del socio financiero no fue simultánea a la de los directivos. Primero entraron los directivos y, al surgir necesidades de capital, acudieron al socio financiero. En un segundo caso el MBO se realizó en una fase muy inicial del negocio. En el caso de los «Start Up», como parece lógico, las inversiones son habitualmente de capital desarrollo (90% de los casos).

6.1.3. Tipo de inversión y salida de la operación

De la misma forma que en el apartado 5.1.3 sobre datos sectoriales se estudiaban las desinversiones de las operaciones clasificadas por compañías fabricantes de bienes y empresas de servicios, en este epígrafe se han ordenado las respuestas según el tipo de inversión (Anexo 10, Gráfico 6.1.3).

Se ha obtenido que es más frecuente una desinversión en capital sustitución que en capital desarrollo, aunque los porcentajes (30% frente a 19%) no permiten concluir nada muy significativo. En el documento de investigación anterior (periodo 1989-1995) se constataba este mismo hecho. En aquel momento los porcentajes de salida eran de 43% en el caso de capital sustitución y 32% para el capital desarrollo.

6.1.4. Tipo de inversión y creación de valor de la operación

Las respuestas a la pregunta de si la operación había creado valor, clasificadas por tipo de inversión, señalan que las operaciones de capital sustitución han generado más valor, en opinión de los socios financieros, que las de capital desarrollo (Anexo 10, gráfico 6.1.4).

En un 82% de las inversiones de capital sustitución, los socios financieros contestan que se ha generado valor, mientras que este porcentaje se sitúa en el 61% para las operaciones de capital desarrollo.

Esta realidad puede venir condicionada por el período económico en el que se ha desarrollado esta investigación, que determina el tipo de empresa en la que se ha invertido. Con el marco de referencia que se explica en el apartado 3.1 de esta investigación, parece lógico que las compañías asentadas tengan más probabilidades de subsistir. Las operaciones de capital sustitución vienen motivadas principalmente por problemas sucesorios, es decir, que se trata de compañías de segunda o tercera generación. Desde su constitución han transcurrido como mínimo veinte o treinta años. Esto supone una posición de mercado mucho más firme y, por tanto, una capacidad mayor de superar crisis.

En opinión de los socios financieros entrevistados, si el entorno económico hubiese sido más favorable, probablemente las operaciones de capital desarrollo hubiesen sido las que hubiesen creado más valor. Para confirmarlo habrá que esperar a que se complete la fase alcista del ciclo iniciada recientemente.

6.2. Tipo de operación

6.2.1. Frecuencia de cada tipo de operación

Como modalidades específicas llama la atención el protagonismo que están tomando los propios directivos en las operaciones de «Buy Out». Los «Management Buy Out» (MBO) y «Management Buy In» (MBI) han proliferado desde 1991 aunque su frecuencia en términos relativos se ha visto reducida tras la salida de la crisis económica. Una mejor formación de los gestores, un mejor conocimiento de operaciones financieras sofisticadas, la oscilación de los salarios en términos relativos, y las perspectivas profesionales y remunerativas son los factores que determinan la asunción de riesgos por parte de los ejecutivos. Por el lado de los vendedores, algunos cambios culturales han roto barreras a la venta de las compañías a los directivos.

Un estudio de la Universidad de Nottingham señala, como motivos de ventas a los directivos: 1) la supervivencia del negocio y del nombre en el caso de la empresa familiar, y 2) en los demás supuestos, la rapidez en la venta, el control sobre la información interna y los efectos sobre la reputación local.

Cuadro 6.2.1. Tipo de operación/año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
«Buy Out» puro	8 100%	14 93%	4 50%	12 60%	6 60%	12 52%	13 57%	15 68%	6 60%
«Management Buy Out»	0 0%	1 7%	4 50%	8 40%	3 30%	11 48%	4 17%	5 23%	2 20%
Otros	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	1 10%	0 0%	6 26%	2 9%	2 20%
Total	8	15	8	20	10	23	23	22	10

Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 95 operaciones

Los «Turnaround», modalidad de operaciones, muy utilizada en Estados Unidos, no son frecuentes en España. Para el periodo 1989-1997 se han detectado 4 operaciones de este tipo. En España, las rigideces estructurales, sobre todo del mercado de trabajo, hacen, en la mayoría de los casos, altamente difícil una reestructuración rápida y profunda de una empresa.

La mayor vulnerabilidad de las compañías de reciente creación a las vicisitudes de los ciclos económicos se tradujo en el periodo 1989-1994 en el fracaso de los «start up». Los socios financieros abandonaron prácticamente este tipo de operaciones para dejarlo en manos de las sociedades de desarrollo regional motivadas por incentivos de tipo político pero la percepción de un cambio de entorno económico hacia fases más expansivas ha propiciado que de nuevo se lleven a cabo este tipo de operaciones. Entre los años 1995 y 1997 se han computado seis operaciones de este tipo.

Poco frecuentes son también los «Deleverage». La investigación sólo registra un caso.

6.2.2. Tipo de operación y fase de desarrollo de la compañía

Históricamente, el capital riesgo se concibió como una modalidad de inversión destinada a compañías con fuerte potencial de crecimiento. De la investigación se desprende que, aplicada a España para el período 1989-1997, esta definición es incompleta, porque sobre una muestra de 126 operaciones, un 31% de las inversiones se realizan sobre compañías en mercados ya maduros.

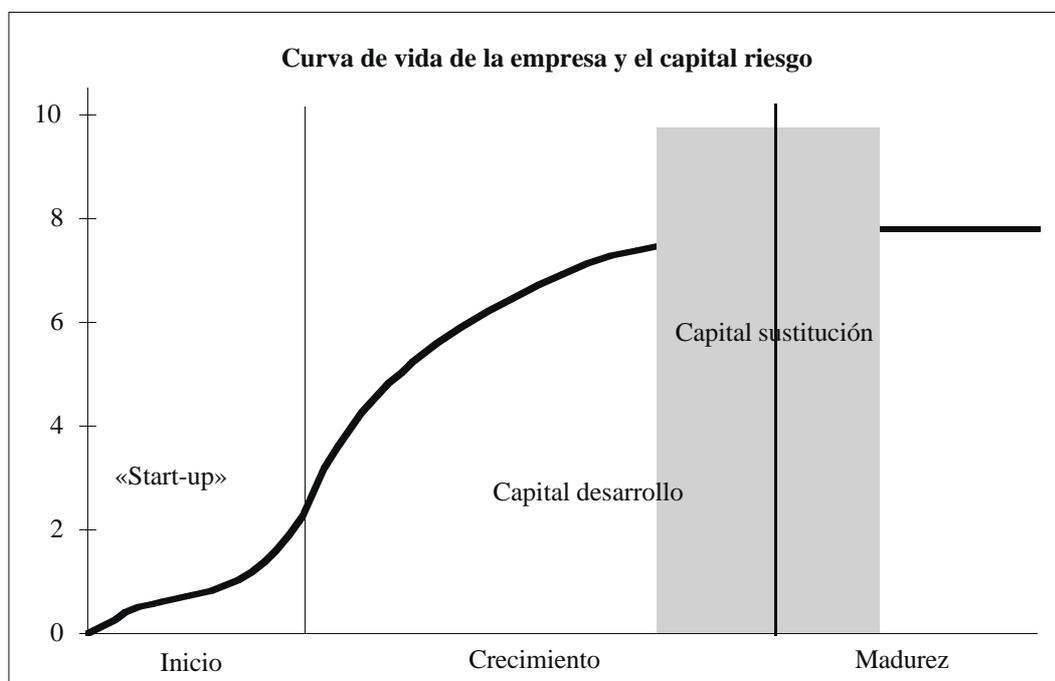
Entrando ya en los distintos tipos de operaciones (Anexo 10, gráfico 6.2.2), se constata que:

1. Los «Buy Out» puros tienden a concentrarse en compañías en fase de expansión (72% de los casos).

2. En las operaciones con directivos hay menos discriminación en función del nivel de desarrollo. Hay casi tantas operaciones en compañías en crecimiento –22 casos–, como en fase de madurez, 17. Esto se puede explicar:

– Porque el horizonte de inversión de los directivos es más lejano, y las motivaciones son distintas a las de los socios financieros. Si los directivos están comprometidos con la compañía como accionistas, aportando su patrimonio, los socios financieros confían más en el negocio y no exigen tasas de crecimiento elevadas.

– Al tratarse con mayor frecuencia de operaciones de capital sustitución, las compañías objeto de la transacción suelen tener más historia y una presencia más firme en el mercado. Por la propia edad de la compañía, lo normal es que se encuentre en fase de madurez.



Fuente: Elaboración propia.

3. Las operaciones que suponen una reestructuración de la compañía o una reordenación sustancial de su estructura financiera, se han producido tanto en fases de crecimiento (2 casos) como de madurez (3 casos).

Esta distribución y el hecho de que la muestra de este tipo de operaciones sea muy reducida, determinan que no se pueda establecer una conclusión determinante sobre la fase de desarrollo de la empresa requerida para los «Turnaround» y «Deleverage».

4. No se puede llegar a ninguna conclusión sobre operaciones muy apalancadas, por disponer de sólo dos ejemplos de este tipo de operaciones. En el primer caso, el LBO analizado se diseñó sobre una empresa de nueva creación, y se trata de una inversión un tanto especial, en la medida en que es más bien una financiación de proyecto. El segundo ejemplo sí es un caso clásico de operación apalancada (12).

6.2.3. Tipo de operación y salida

Los comentarios posteriores se centran en las operaciones de «Buy Out» con y sin directivos. Se han dejado de lado las demás modalidades específicas por ser escasas y no disponer de datos estadísticos representativos (Anexo 10, Gráfico 6.2.3).

Se ha obtenido que:

- En el caso de «Buy Out» puros, el 26% de las participaciones ya se han vendido (a fecha julio de 1997).
- En las inversiones en las que también participaban directivos, este porcentaje sube al 28%.

Estos porcentajes contrastan con las cifras que se tenían en la primera versión del Documento de Investigación. Las operaciones de MBO y otras modalidades con directivos no se han dado en España de forma generalizada hasta 1991, por lo que el período de maduración no era suficiente en aquel momento pero el paso de dos años adicionales ha cambiado el panorama.

6.2.4. Tipo de operación y creación de valor

Las respuestas a la pregunta de si la operación ha creado valor, clasificadas por tipo de operación, ponen de manifiesto que los socios financieros consideran que las operaciones en las que han participado directivos han creado más valor que los «Buy Out» puros.

Los socios financieros estiman que en un 76% de los casos los «Buy Out» puros han creado valor, mientras que este porcentaje sube al 85% en los casos de operaciones con directivos (Anexo 10, Gráfico 6.2.4).

El conocimiento que tienen los gestores de la empresa y del sector parece aportar un claro valor añadido.

Esta realidad justifica que las participaciones accionariales de los directivos sean superiores a las que les corresponderían por sus aportaciones de fondos, como se verá más adelante.

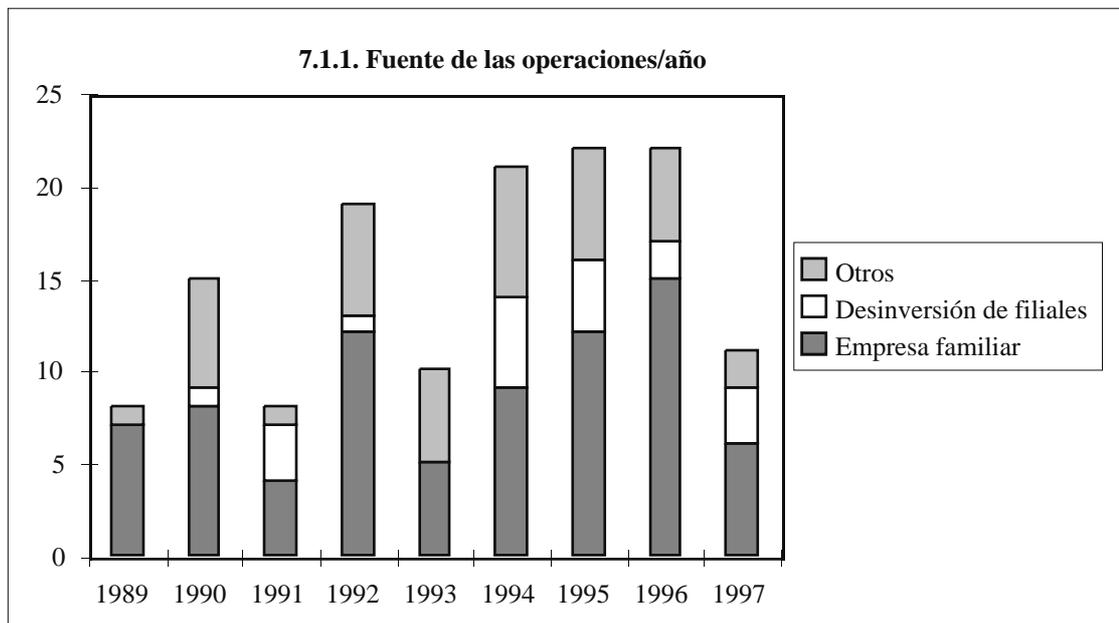
7. El proceso

7.1. Origen de la operación

7.1.1. Distintas fuentes de operaciones

Reflejo de las características del tejido industrial español (entre el 70 y el 80% de las empresas son familiares) (18), la compañía objeto de adquisición por socio financiero es, en la gran mayoría de casos (57%), una empresa familiar (19).

En el Gráfico siguiente, «desinversión de filiales» también engloba a los «spin off» y «otros» incluye a las empresas de nueva creación y a las compañías que no pueden clasificarse en ningún apartado.



Fuente: Elaboración propia.

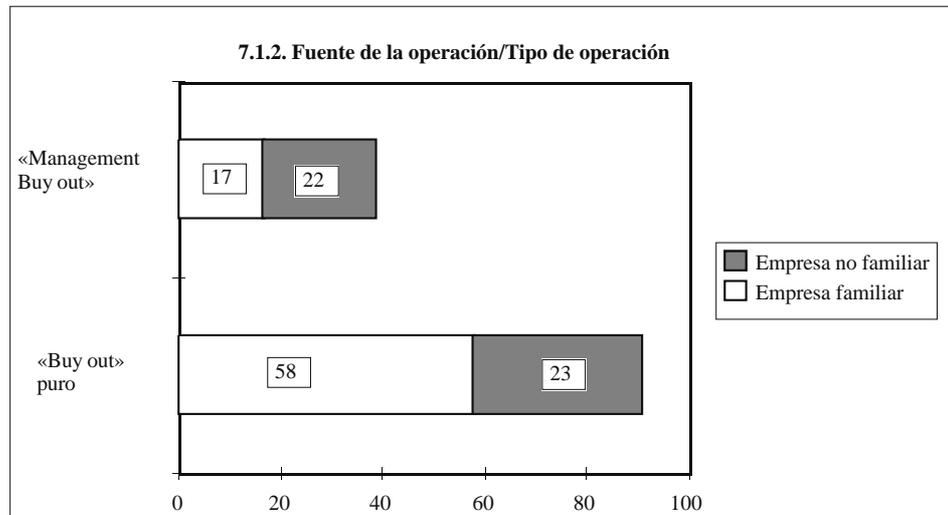
Muestra: 136 operaciones

Un socio financiero afirmaba que las mejores operaciones tienen su origen en desinversiones de multinacionales de alguna de sus filiales o divisiones que no consideran estratégicas. No suelen tener problemas contables y el precio solicitado suele ser razonable. Sin embargo, en la práctica, no son demasiado frecuentes estos casos (8% de las operaciones estudiadas). A menudo, la entrada del socio financiero no es necesaria, porque la multinacional vendedora suele facilitar financiación a los compradores, sobre todo si se trata del equipo directivo. Como ejemplos de esta práctica se puede citar el caso de Big Drum y el de la venta de la planta de Alcalá de la compañía Glaxo Welcome.

Desinversiones de filiales de empresas nacionales y «spin off» son también supuestos de «Buy Out», aunque su frecuencia es baja (4% y 2% respectivamente).

7.1.2. Fuentes y tipos de operaciones

Aunque, como ya se ha visto, las empresas familiares son la principal fuente de operaciones, su peso relativo varía según el tipo de operaciones.



Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 130 operaciones

En los «Buy Out» puros, el 64% de las operaciones (58 sobre 91) tienen por origen empresas familiares. En el caso de los MBO, la proporción es menor (44%; 17 sobre 39 operaciones). Hasta ahora, los propietarios de empresas familiares eran muy reacios a dejar en manos de sus empleados, aunque fuesen los gestores, sus compañías.

Esta resistencia no ocurre en los grandes grupos, sobre todo internacionales, por lo que en desinversiones de empresas, fuesen multinacionales o nacionales, los directivos tienen un especial protagonismo. En siete de las doce operaciones de este tipo han participado los directivos. En el caso de multinacionales, esta proporción es aún mayor, ocho de diez.

7.1.3. Razones de entrada

De los cuestionarios y las entrevistas realizadas se desprende la siguiente lista de razones para la entrada de los socios financieros.

Relacionados con la situación accionarial previa, suelen ser:

- 1) Sucesión de accionistas.
- 2) Necesidad de profesionalización de la gestión.
- 3) Desinversión del patrimonio familiar para su diversificación u otros usos.

Relacionados con los directivos:

- 1) Directivos que quieran acceder a la propiedad y necesiten financiación.

Vinculados a la empresa, los motivos suelen ser:

- 1) Desarrollo estratégico.
- 2) Reestructuración financiera, excesivo endeudamiento.
- 3) Desinversión de filiales o divisiones.

Reagrupando las respuestas, se ha obtenido que, sobre una muestra de operaciones llevadas a cabo entre 1995 y 1997, 34 fueron motivadas por decisiones estratégicas (61%), 6 por falta de entendimiento entre los socios (11%), 5 por problemas sucesorios (9%) y 11 por otras causas (20%).

7.2. Desarrollo del proceso

7.2.1. Inicio

El mayor número de operaciones (41% sobre una muestra de 143) comienzan a través de otro intermediario financiero, por dos razones. En primer lugar, por el alto número de operaciones coinvertidas en las que una sociedad inversora presenta el negocio a un posible compañero de viaje. En segundo lugar, porque es poco habitual que un equipo directivo, o los propietarios de la empresa, busquen directamente un socio inversor (13% de los casos analizados). Lo habitual es que en los casos en que toman la iniciativa se apoyen para la búsqueda en un banco de negocios u otro intermediario financiero. Los socios financieros, en cambio, sí se puede decir que llaman directamente a la puerta de las empresas con el fin de evaluar las posibilidades de colaboración futuras. De este modo se iniciaron un 34% de las operaciones analizadas.

En el supuesto en que haya interés, tanto por una como por la otra parte, las negociaciones hasta cerrar la operación suelen durar entre tres y seis meses (45% de los casos), siendo más habitual que se alargue este tiempo a que sea inferior a los tres meses.

7.2.2. Factores relevantes en la decisión de inversión

a) A la hora de hacer una inversión, los socios financieros valoran una combinación de factores, siendo los que más se citan el negocio en sí, el equipo directivo y el precio. Cuando deciden basándose en un único criterio, el negocio en sí es determinante. El equipo directivo, y todavía menos el precio, son relevantes aisladamente. Curiosamente, en las operaciones participadas por directivos, la calidad de gestión de los mismos sólo se cita como factor único y decisivo para invertir más en un 6% de los casos. Para que se apruebe este tipo de inversión, se busca una visión global de la operación (Anexo 10, gráfico 7.2.2 a y b).

b) Como era de esperar, según los socios financieros, la mejor combinación de factores es un buen negocio y un equipo directivo que sepa desarrollarlo.

c) Cuando se clasifican las respuestas sobre si la operación ha creado valor clasificándolas por los factores que llevaron a tomar esa decisión de inversión, se obtiene que es aconsejable basarse en una combinación de factores. Una decisión determinada por un único factor aislado conduce a peores decisiones, sobre todo si ese factor es el negocio en sí.

7.2.3. Métodos de valoración

a) Métodos utilizados:

Las formas de determinar el precio varían de manera sustancial según los años, pero no marcan una tendencia firme. Dependen, sobre todo, de quiénes han sido los socios activos ese año y del tipo de operación que se ha cerrado.

Los métodos de valoración más utilizados son:

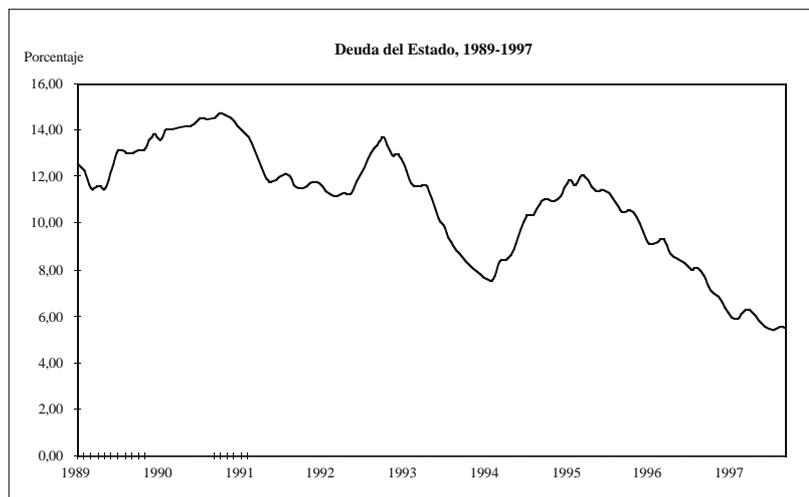
– PER o precio/«cash flow» (PCF) si el sector tiene una amplia representación bursátil y se pueden tomar las cifras del mercado como referencia.

– Cualquier otro múltiplo siempre que se tengan referencias comparativas (por ejemplo, en el sector de alimentación, un porcentaje de las ventas).

– Un múltiplo del beneficio antes de intereses e impuestos (en inglés, EBIT), ya que pone de relieve la capacidad operativa de la empresa. EBIT 5 menos deuda (5 veces el beneficio antes de impuestos e intereses menos la deuda), era una valoración muy frecuente hasta 1995. Ahora la referencia se sitúa en EBIT 7 menos deuda.

– El descuento de flujos de caja futuros. Es el método conceptualmente más correcto. Determina el valor de la empresa a través de la estimación de los «cash flows» que generará en el futuro descontados a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos.

En el período 1989-1997, el tipo de interés de la deuda del Estado, a medio y largo plazo (20), ha evolucionado de la siguiente forma:



Fuente: *Boletín Estadístico del Banco de España*.

En operaciones de riesgo intermedio, los socios financieros han añadido una media de 10 puntos de prima de riesgo, con lo que han descontado a tasas entre el 15 y el 25%. En algunas operaciones se ha llegado a descontar al 35%. En alguna inversión considerada muy segura, se ha utilizado una prima de riesgo de cinco puntos.

A efectos de la investigación, se han calificado de métodos basados en datos previsionales aquellos que toman como referencia los resultados futuros de las empresas, y de métodos basados en datos históricos los que se refieren a resultados de ejercicios anteriores o del año en curso.

Al hablar de métodos mixtos, se hace referencia a:

- Una combinación de los métodos basados en datos históricos y en datos previsionales.

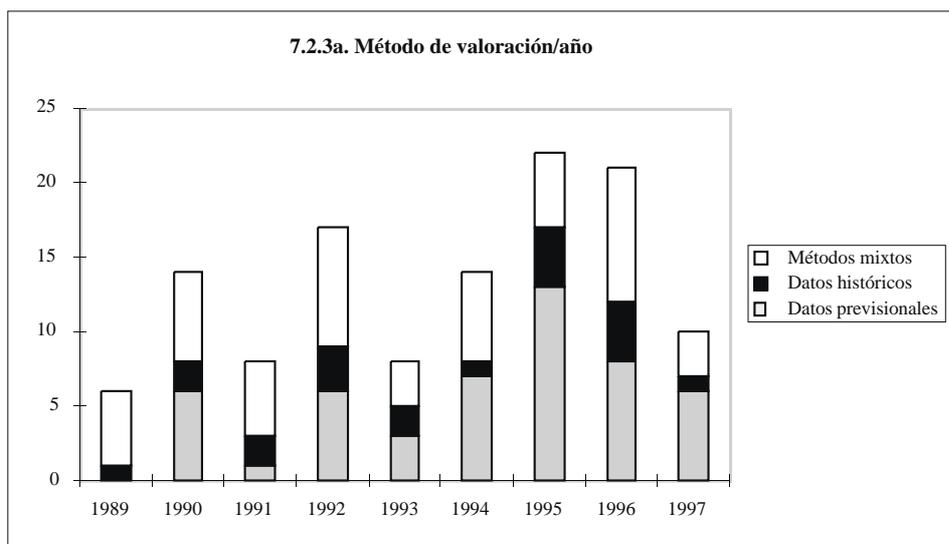
- A los métodos basados en el fondo de comercio que realizan una evaluación estática de los activos de la empresa, pero le confieren una cierta dinamicidad al determinar el valor que generará la compañía en el futuro. El valor de la empresa se considera igual al valor sustancial neto a precio de mercado, más la capitalización de los beneficios futuros.

En la investigación, no se ha detectado ninguna operación que haya utilizado como método principal de valoración alguno basado en el valor patrimonial (valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación o valor sustancial) por no tener en cuenta la capacidad de generación de resultados presente o futura de la compañía.

Los descuentos de dividendos tampoco sirven de referencia porque la gran mayoría de los socios financieros buscan su rentabilidad vía plusvalía.

Los métodos más utilizados por los socios financieros son los mixtos (en un 42% de las operaciones) y los basados en datos previsionales (42% de las operaciones). Los que toman como única referencia datos históricos son poco comunes (17%).

A lo largo del periodo no se detecta una evolución en los métodos de valoración que indique que los socios financieros tienden hacia uno u otro. Las cifras anuales son muy erráticas. Las desviaciones sobre estimaciones que se produjeron en las primeras inversiones fruto del cambio de ciclo económico no parece que hayan provocado un mayor peso de los criterios de tipo histórico.



Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 120 operaciones

b) Métodos de valoración por tipo de operación:

Al estudiar los distintos métodos de valoración según el tipo de operación, se pone de manifiesto que los socios financieros tienden a dar preferencia a métodos basados en datos previsionales, o métodos mixtos en los «Buy Out» puros. En las operaciones de este tipo analizadas, sólo en el 14% de los casos se han utilizado exclusivamente datos históricos (Anexo 10, gráfico 7.2.3b).

Cuando han participado los directivos, se han utilizado –en la mayoría de los casos– varios métodos (50%). Entre datos previsionales e históricos, predominan los primeros. Los datos previsionales como única fuente de análisis se han tenido en cuenta en el 31% de las operaciones de este tipo y los históricos como única referencia en el 19% de los casos.

c) Métodos de valoración y fase de desarrollo de la compañía:

Cuando se relacionan los métodos de valoración con las fases de desarrollo se constata que los socios financieros no cambian sustancialmente los métodos de valoración según se esté en un mercado en crecimiento o madurez. Cuando se les ha preguntado por la fase en la que se encontraba la compañía y se ha clasificado los métodos de valoración en función de esa variable se ha obtenido que

- en mercado en crecimiento los socios financieros han usado datos previsionales para la valoración de la compañía en el 39% de los casos, datos históricos en el 17% de los casos y métodos mixtos en el 44%.

- en mercados maduros la proporción de datos previsionales aunque menor sigue siendo elevada (33%), los datos históricos se mantienen minoritarios (23%) y los métodos mixtos son los más utilizados (44% de los casos).

- Evidentemente en la fase de inicio se utilizan sólo métodos previsionales.

d) Métodos de valoración y valor generado:

Cuando se ha clasificado las compañías según hubiese creado valor la operación en opinión de los socios (anexo 10, gráfico 7.2.3d), se ha obtenido que, han generado valor:

- el 89% de las operaciones decididas en base a datos históricos
- el 86% de las operaciones decididas por métodos mixtos
- el 75% de las operaciones decididas en base a datos previsionales

7.2.4. Porcentaje de participación

Un gran tema de discusión es el porcentaje de participación que van a tomar los socios financieros. En sus folletos de presentación, la gran mayoría afirma que prefieren participaciones minoritarias. En la práctica, se dan bastantes casos de mayoritarias debido a la escasa protección al socio minoritario que brinda la legislación española, especialmente para un socio financiero no involucrado en la gestión.

Cuadro 7.2.4. Participación/año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Part. mayoritaria	4 50%	9 64%	3 38%	5 26%	1 10%	8 36%	9 39%	8 36%	2 20%
Part. mim.+cláusula	1 12%	1 7%	2 25%	1 5%	3 30%	3 14%	8 35%	8 36%	3 30%
Part. minoritaria	3 38%	4 29%	3 38%	13 69%	6 60%	11 50%	6 26%	6 27%	5 50%
Total	8	14	8	19	10	22	23	22	10

Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 136 operaciones

La protección de las participaciones minoritarias consiste en férreas cláusulas de salida que limitan la libre transmisibilidad de las acciones, y en el establecimiento de materias que requieren mayoría reforzada.

– Algunos ejemplos de limitación a la libre transmisibilidad:

- Si el potencial comprador pretende adquirir más del 50% de las acciones de la compañía, estará obligado a comprar el 100% de las acciones, en las mismas condiciones, si todos los accionistas optan por vender.

- Si el potencial comprador pretende adquirir una participación minoritaria, todos los accionistas tendrán derecho a vender en las mismas condiciones un porcentaje de sus acciones equivalente al puesto a la venta.

- En el supuesto en que un socio industrial esté dispuesto a adquirir la compañía, el socio financiero tiene prioridad para vender su participación.

- Si el socio financiero encuentra un comprador que exige la mayoría, los demás accionistas están obligados a vender hasta llegar al 51% del capital.

- Cláusula unilateral: a partir de un determinado momento, los accionistas interesados (socio financiero y demás partes implicadas) ponen un precio a la compañía, con la obligación de venderla o de comprarla a ese importe. La operación se efectúa al precio más elevado.

– Materias que con frecuencia requieren mayoría reforzada (es decir, que el socio financiero también intervenga en las decisiones referentes a las mismas):

- Venta de activos a partir de un determinado importe o enajenación de filiales.

- Liquidación de la sociedad.

- Ampliación o reducción del capital.

- Nombramiento o cese de consejeros y auditores.

- Constitución de hipotecas, prenda o gravamen sobre los activos a partir de un determinado importe.

- Modificación, resolución o celebración de nuevos contratos de trabajo para los consejeros y directivos de la empresa.

- Celebración de contratos particularmente onerosos o fuera del objeto social.
- Inversiones a partir de cierta cuantía, siempre que no sean de circulante.

a) Porcentaje de participación y tipo de inversión:

Cuando se analiza por cada tipo de inversión cuáles son los porcentajes de participación tomados por los socios financieros (Anexo 10, gráfico 7.2.4a), se obtiene que las inversiones en capital sustitución concentran mayor número de posiciones mayoritarias que el capital desarrollo.

– En capital sustitución, el 41% de las posiciones son mayoritarias, el 43% minoritarias puras y el 12% minoritarias protegidas.

– En capital desarrollo, las mayoritarias son el 22%, frente al 52% de las minoritarias puras y el 26% de las minoritarias protegidas.

Esta realidad parece lógica teniendo en cuenta el motivo de las operaciones. Con frecuencia, motivos sucesorios suponen la venta de la totalidad de la empresa, sobre todo cuando no hay sustituto empresarial. Sin embargo, el objetivo del capital desarrollo es continuista. La propiedad no quiere deshacerse de la empresa, sino que busca capital para implantar nuevos proyectos. Su intención es seguir vinculado a la compañía, aunque sea con una participación diluida tras la ampliación de capital.

b) Porcentaje de participación y tipo de operación:

Casi la mitad (48%) de los «Buy Out» puros están participados por socios financieros en una posición minoritaria (Anexo 10, gráfico 7.2.4b). Sin embargo, y sorprendentemente, los socios financieros tienden a tener mayoría, o al menos imponen cláusulas de salida cuando se trata de operaciones en las que les acompañan los directivos. En un 43% de los casos están en situación minoritaria sin protección. Esto contrasta con la idea generalmente extendida de que, en los MBO, los directivos tienen que tener una posición de control.

Esta situación se puede explicar por la estructura financiera de la operación. En los mercados más avanzados (sobre todo en Estados Unidos), los MBO se llevan a cabo con fuertes niveles de apalancamiento. Esto permite que los directivos puedan suscribir la parte de capital y, por tanto, acceder al control de la compañía. En España, sin embargo, como se verá más adelante, la financiación es frecuentemente toda vía capital. La economía personal de los directivos no les permite tener acceso más que a paquetes minoritarios. Se suelen acordar mecanismos mediante los cuales los directivos pueden ampliar sus participaciones en función del cumplimiento de una serie de objetivos preestablecidos, pero estas cláusulas raramente implican el cambio de la situación de control.

c) Porcentaje de participación y tamaño de la compañía:

Dentro de los límites de facturación que se han definido al analizar las características de la compañía, el tamaño de la empresa no es determinante a la hora de fijar la posición de los financieros (Anexo 10, gráfico 7.2.4c). El porcentaje de participación responde más a la

filosofía de inversión del socio financiero que a la cuantía de la operación. Cuando el importe es demasiado alto para que el socio financiero mantenga una posición mayoritaria (si éste es su criterio de inversión), recurre a la coinversión.

d) Porcentaje de participación y fuente de la operación:

Fruto de sus investigaciones, el profesor M.A. Gallo ha llegado a la conclusión de que los propietarios de empresas familiares «prefieren tener una mayoría de capital que les permita dirigir la empresa con plenos poderes, o al menos con poderes muy amplios, no teniendo que basarse para dirigirla sólo en su personal competencia profesional, que puede ser discutida por los demás accionistas, en los órganos legales de gobierno de la compañía» (21).

Esto explica que sólo en un 34% de las operaciones sobre empresas familiares los socios financieros tengan una posición mayoritaria (Anexo 10, gráfico 7.2.4d). Las cláusulas de salida que eran menos frecuentes en estas compañías se están imponiendo. En la versión del documento de investigación que abarcaba hasta 1995 sólo se daban en el 8% de los casos estudiados.

Cuando se trata de empresas no familiares, la investigación revela que en un 39% de las operaciones estudiadas los socios financieros han tomado una participación mayoritaria, en un 22% mantienen una posición minoritaria, pero protegida con cláusulas de salida, y en un 39% una posición minoritaria pura.

7.2.5. Otras cláusulas de los contratos

En las cláusulas de los contratos se tiende a una cierta simplicidad, abandonando las fórmulas variables de fijación de las participaciones, salvo en los casos de operaciones con directivos en que todavía persisten. Son lo que los anglosajones denominan «equity ratchet». El porcentaje de capital en manos de los directivos se incrementará en la medida en que se logren determinados objetivos empresariales. Es muy raro encontrar cláusulas en que éste descenderá si no se llega a cierto nivel de beneficios. El período en que se aplican estos «ratchets» varía sustancialmente, pero la media ronda los cuatro años.

La entrada en vigor de la nueva regulación sobre plusvalías (1991) ha simplificado también la estructuración jurídica y fiscal de la operación.

7.3. Tipo de financiación e instrumentación de la operación (22)

7.3.1. Instrumentos de financiación

Para llevar a cabo la toma de participación, las distintas alternativas de instrumentos que se presentan al socio financiero son:

– Acciones ordinarias: el socio financiero toma una participación vía ampliación de capital o directamente mediante la compra a antiguos accionistas. Es el instrumento más utilizado.

– Acciones preferentes: acciones que incorporan un derecho preferente de obtención de dividendos. Es un instrumento muy utilizado en Estados Unidos, menos frecuente en Europa y casi no empleado en España.

– Obligaciones convertibles: obligaciones que, aunque ofrecen un tipo de interés no muy elevado, tienen el aliciente de su posible convertibilidad en capital. Para operaciones de capital riesgo sólo se ha utilizado en contadas ocasiones.

– Financiación de vendedores: se suele utilizar por tres motivos: 1) por razones fiscales, ya que el ingreso se reconoce en el momento del cobro; 2) porque el precio acordado esté condicionado a la consecución de determinados objetivos empresariales, y 3) por existir posibles contingencias que, de confirmarse, se compensarían mediante la condonación total o parcial del pago aplazado.

– Financiación de accionistas: es un tipo de financiación muy poco frecuente pero que puede darse especialmente cuando algunos accionistas tienen interés en que los directivos accedan a la propiedad.

– Venta de activos: más que una fuente de financiación, la enajenación de activos se suele tener en cuenta para rebajar el precio de adquisición.

– Deuda principal garantizada: puede tener la modalidad de crédito o préstamo, y se caracteriza por venir avalada por los propios activos de la compañía adquirida mediante la constitución de primera hipoteca sobre inmuebles y maquinaria, prenda sin desplazamiento sobre mercancías, asignación de cuentas a cobrar y prenda de acciones.

– Deuda principal sin garantía. No tienen derechos de retención sobre ningún activo, basándose en los flujos de caja esperados para recobrar la inversión.

– Deuda subordinada, en su vertiente de créditos o préstamos «mezzanine». Están especialmente indicados para este tipo de operaciones, dada la flexibilidad que proporciona tanto a prestatarios como prestamistas. Se trata de préstamos con un rendimiento anual seguro, pero reducido, y una parte variable en función de los beneficios de la compañía. En el caso en que se produzcan pérdidas, la remuneración del crédito se limita a la parte fija. A los efectos de los acreedores, tienen la consideración de capital. No se produce ningún repago de principal en tanto la deuda principal no haya sido totalmente amortizada. En la primera fase de la investigación (operaciones anteriores a 1995) no se había encontrado ningún préstamo «mezzanine» concedido por un banco español. Se había recurrido siempre a entidades extranjeras especializadas. Actualmente, aunque con prudencia la banca nacional también está entrando en este mercado.

7.3.2. Fuentes de capital

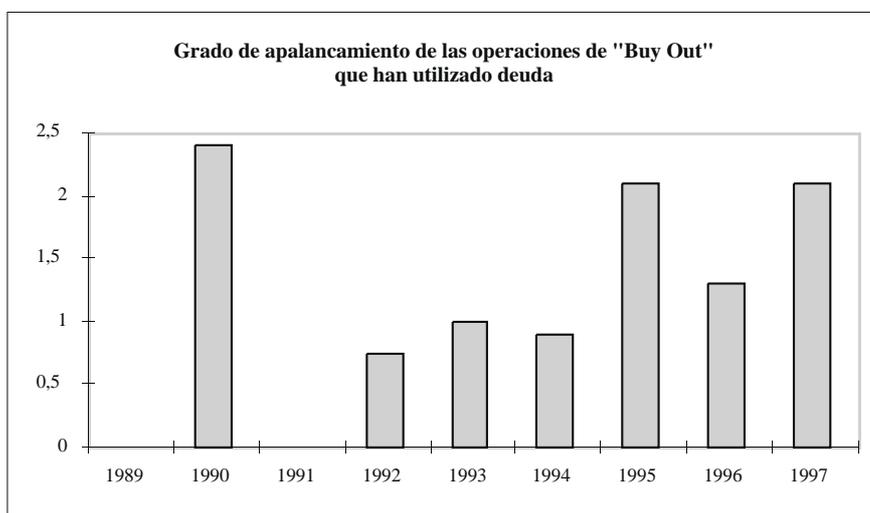
Los socios financieros no tratan de maximizar la rentabilidad del accionista por la vía financiera, en la medida en que adoptan estructuras financieras relativamente conservadoras. La capacidad de endeudamiento de las compañías adquiridas es sensiblemente mayor a la utilizada. Desde el punto de vista de la ortodoxia, la fijación de la estructura financiera de la compañía debería venir determinada de la siguiente manera:

– Deuda garantizada: valor de liquidación de la empresa.

– Deuda subordinada: diferencia entre la capacidad de endeudamiento (calculada en función del beneficio antes de intereses e impuestos, y los tipos de interés a los que los bancos prestan a esa empresa) y el importe de la deuda garantizada.

– Capital: diferencia entre la financiación total necesaria y el importe financiado vía deuda, ya sea garantizada o subordinada.

En la práctica, esto no ocurre. La entrada del socio financiero suele hacerse vía capital, habiendo descendido drásticamente el nivel de apalancamiento de las operaciones. En 1988 se llegaron a dar casos de endeudamientos en la proporción de 1 a 14 (capital a deuda). La operación de importe más elevado de ese momento fue General Cable, un MBO con una relación capital/deuda de 1 a 11. Sin embargo, en el primer período objeto de la investigación (hasta principios de 1995), era raro ver una operación con un apalancamiento superior al 1 a 3. El mantenimiento de tipos de interés muy altos, aun en época de crisis, provocó que se tuviera que renegociar la deuda inicial de las operaciones de «Leverage Buy Out» puro, para poder hacer frente a los pagos. A la vista de la experiencia, los bancos optaron por ser mucho más prudentes en la concesión de préstamos para estas operaciones. Desde 1995 esta situación está cambiando y de nuevo se están realizando operaciones con niveles de apalancamiento más alto.



Fuente: Elaboración propia.

De hecho, sólo se ha financiado la operación con capital más deuda en 47 de las operaciones analizadas. La proporción ha aumentado en la segunda fase de la investigación (1995-1997) alcanzándose el 35% de las operaciones.

La deuda subordinada, la deuda simple y la financiación de vendedores son los tipos de deuda más utilizados. Este último tipo de deuda es frecuente, especialmente en el capital sustitución. En las operaciones que se han estudiado, en 12 casos se ha utilizado deuda con garantía, en 14 deuda principal sin garantía, en 18 deuda subordinada, en 14 financiación de vendedores y en 2 préstamos de accionistas (23). La financiación de vendedores es un tipo de deuda que se está abandonando en favor de las demás modalidades.

7.3.3. Tipo de financiación y tipo de inversión

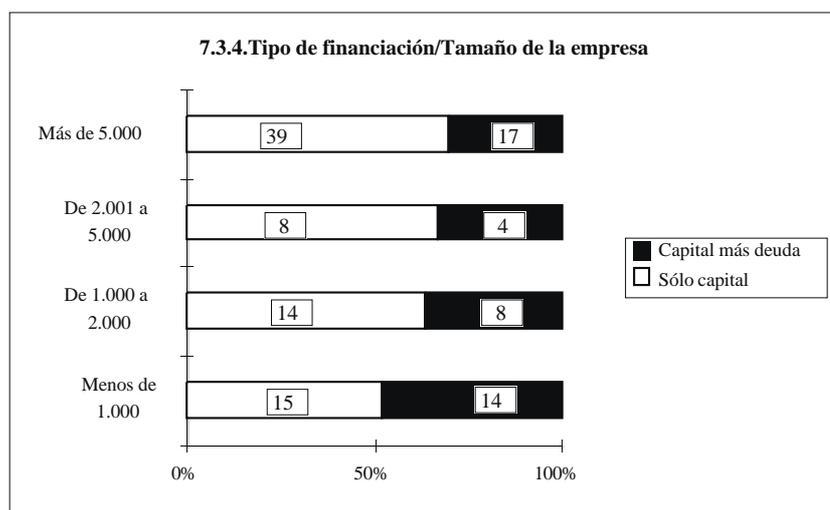
Al estudiar los tipos de financiación utilizados según el tipo de inversión que el socio financiero haya llevado a cabo (Anexo 10, gráfico 7.3.3), se constata que, cuando se

trata de una operación de capital sustitución, se utiliza con mayor frecuencia que cuando se hace capital desarrollo, financiación complementaria de terceros. En el 44% de las operaciones de capital sustitución se ha utilizado deuda, frente al 26% de los casos de capital desarrollo.

En capital desarrollo normalmente la compañía ha acudido al socio financiero por la imposibilidad de conseguir financiación bancaria a largo, u otra fuente de recursos de carácter permanente.

7.3.4. Tipo de financiación y tamaño de la compañía

Al analizar el tipo de financiación empleado según el volumen de ventas que factura la compañía, se constata que las inversiones en compañías pequeñas son las que utilizan con mayor frecuencia deuda junto al capital.



Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 119 operaciones

En la investigación, según aumenta el tamaño de la compañía disminuye el porcentaje de casos en que se ha utilizado deuda. Para empresas con facturaciones inferiores a 1.000 millones de pesetas, en el 48% de las operaciones la financiación consiste en una combinación de deuda y capital. Cuando se trata de compañías con ventas por encima de los 5.000 millones, este porcentaje disminuye al 30% (en las operaciones llevadas a cabo entre 1989 y principios de 1995, se situaba en el 13%).

En los grandes proyectos, los socios financieros hasta 1995 tendían a entrar sólo como accionistas, ya que, como se ha puesto de manifiesto al estudiar la estructura financiera de las compañías objeto de toma de participación, las grandes compañías ya utilizan su capacidad de endeudamiento remunerado a largo plazo. En las operaciones más recientes sin embargo, se constata que cada vez son más frecuentes las fórmulas mixtas de financiación.

7.3.5. Tipo de financiación y salida de la operación

Aunque la financiación no debería influir en la salida de la operación, se constata que han sido más frecuentes las desinversiones cuando toda la financiación era vía capital, que cuando se había recurrido también a la deuda (Anexo 10, gráfico 7.3.5).

Un 23% de las operaciones financiadas sólo vía capital, han sido desinvertidas. Este porcentaje baja al 14% cuando se ha utilizado capital y deuda.

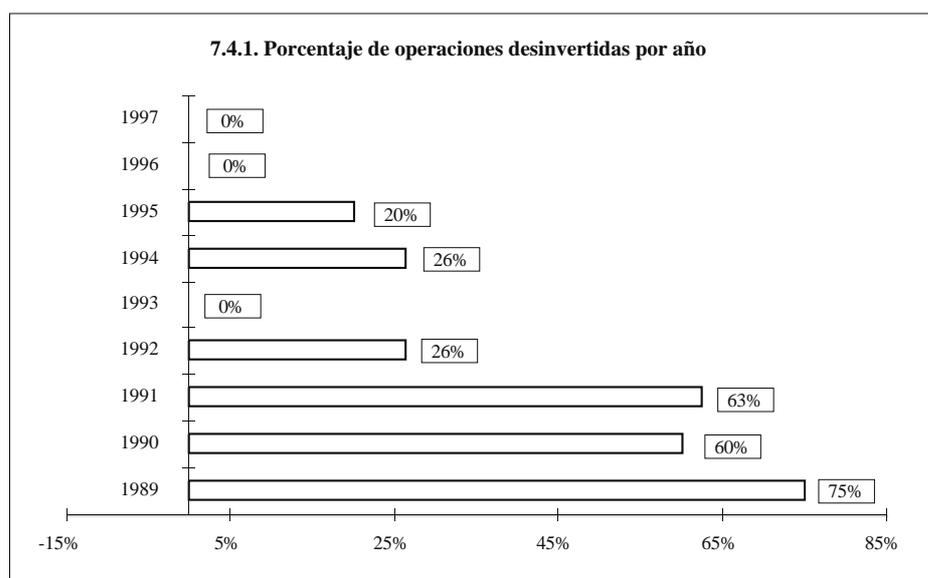
7.3.6. Tipo de financiación y creación de valor

De la investigación (Anexo 10, gráfico 7.3.6) se desprende que las operaciones financiadas sólo por capital han creado más valor que las apalancadas. Los socios financieros consideran que en un 82% de los casos en que la financiación ha sido sólo capital, se ha generado valor, frente al 75% de las operaciones en las que se ha recurrido a deuda para completar la adquisición.

7.4. Salida

7.4.1. Porcentaje de operaciones desinvertidas

De las operaciones objeto de la investigación, se han producido un 35% de desinversiones, todas referentes a tomas de participación anteriores a 1996. En el gráfico 7.4.1, el año de referencia indica el momento de la compra de la participación. Por ejemplo, de las adquisiciones que se llevaron a cabo en 1989, un 75% ya han sido vendidas. Las inversiones que se firmaron en 1996 siguen todas en cartera.



Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 133 operaciones

7.4.2. Vías de salida

En el cuestionario remitido a los socios financieros, las opciones de salida de la operación eran las siguientes:

- Liquidación de la compañía.
- Venta del negocio.
 - Salida a bolsa
 - Colocación privada de acciones
 - Venta a un industrial
- Recompra de las propias acciones por la compañía.
- Otras.

Las respuestas recibidas están resumidas en el Anexo 8. Por motivos de confidencialidad no se han citado los nombres de las compañías que ya han sido desinvertidas. Se detallan algunas de las características de las inversiones para poder relacionar las vías de salida con el tipo de operación, el tamaño de la empresa y el porcentaje de participación.

De ese Cuadro se desprenden las siguientes conclusiones:

– La vía de salida más frecuentemente utilizada ha sido la venta a un industrial, seguida de la colocación privada de acciones y la salida a bolsa. En cuatro operaciones la salida ha sido una fórmula combinada, compaginando salidas a Bolsa con venta a un industrial o venta a los directivos con venta a un industrial. En el caso de la colocación privada de acciones en dos supuestos el comprador era otro socio financiero. “Otras” se refiere a la venta en Bolsa del paquete comprado de una compañía cotizada, a la venta a los directivos (dos supuestos) y a una suspensión de pagos.

Vías de salida	
Venta a industrial	17
Colocación privada de acciones	8
Recompra de acciones por la propia compañía	2
Salida a Bolsa	5
Otras	4

– La salida a bolsa sólo es una vía de desinversión para compañías de gran tamaño. Las facturaciones de las empresas que han sido admitidas a cotización se situaban por encima de los 25.000 millones de pesetas en dos supuestos, por encima de los 15.000 millones en otro, y próximo a los 8.000 en el cuarto. Previa a la salida a cotización, en el último supuesto se procedió a una fusión entre compañías para constituir un grupo susceptible de colocación. De hecho, de las compañías industriales que componen el índice de la Bolsa de Madrid ninguna tiene una facturación inferior a los 5.000 millones de pesetas.

– La venta a un industrial se ha dado para todo tamaño de compañías por encima del umbral de los 1.000 millones de ventas.

– La vía de salida para las compañías con facturaciones inferiores a los 1.000 millones de pesetas ha sido la colocación privada de acciones o, en un supuesto, la recompra de las acciones por la propia compañía.

– La colocación privada de acciones también se ha utilizado en operaciones sobre grandes empresas, en un caso con una facturación por encima de los 10.000 millones de pesetas.

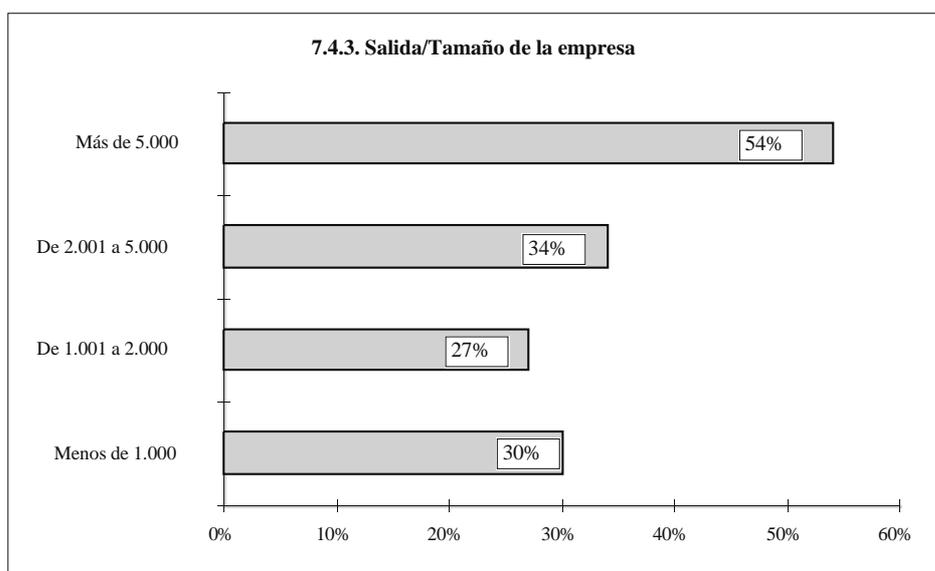
– Una posición minoritaria no dificulta una salida a bolsa. En cuatro casos en los que se ha utilizado esta vía de desinversión, el porcentaje de participación de los socios financieros era minoritario.

– Los industriales prefieren tomar posiciones mayoritarias. Han comprado paquetes mayoritarios en un 62% de las operaciones que han realizado. En un 23% de las adquisiciones tienen posiciones minoritarias pero están protegidos por cláusulas de salida y sólo en un 15% de los casos figuran como minoritarios puros.

En los casos en que se ha desinvertido, el tiempo medio de permanencia de la compañía en cartera ha oscilado entre los dos y los siete años.

7.4.3. Salida y tamaño de la compañía

Confirmando las conclusiones anteriores, cuando se relaciona el tamaño de la compañía con la salida se pone de manifiesto, como puede observarse en el gráfico siguiente, que la desinversión es más fácil en una compañía de gran tamaño. Por encima de los 5.000 millones de pesetas de facturación un 54% de las operaciones se han desinvertido mientras que por debajo este porcentaje ronda el 30%..



Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 117 operaciones

Como ya se apuntaba en el apartado anterior, en las compañías grandes, las opciones de desinversión son más amplias.

Los segundos mercados no son líquidos en España. En el de Madrid, sólo están admitidas a cotización cinco compañías, y en Barcelona, aunque este número suba a 17, el volumen de contratación diario medio no alcanza los cuatro millones de pesetas (24).

Una salida a bolsa (en el mercado principal) sólo es planteable para una compañía de un cierto tamaño. Aunque los criterios de admisión se han flexibilizado tanto que no suponen una traba para casi ninguna empresa lo cierto es que de nada les sirve cotizar si el volumen de negociación posterior no les va a permitir dar liquidez a sus títulos o conseguir fondos del mercado. Salvo tres excepciones puntuales, la capitalización bursátil de las compañías que componen el Índice de la Bolsa de Madrid supera siempre los 5.000 millones de pesetas y en la gran mayoría de los casos está muy alejada de esta cifra.

El socio industrial también valora la dimensión, a menos que el nicho de actuación de la empresa sea tan específico y la empresa tenga una posición de liderazgo tan clara que la haga muy atractiva.

La mayor facilidad de salida hace que los socios financieros, cuando se les pregunta por su estrategia de inversión, apunten que están tendiendo a compañías de mayor tamaño y que quieren abandonar las operaciones en empresas con facturaciones inferiores a los 1.000 millones. Del Cuadro siguiente se desprende que todavía no han aplicado esta política.

Cuadro 7.4.3. Inversiones clasificadas por años y por volumen de ventas.

(En millones)

(En millones)	1989		1990		1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997	
Menos de 1.000	1	11%	5	38%	0	0%	6	38%	1	11%	5	26%	3	18%	3	15%	4	40%
De 1.001 a 2.000	1	11%	1	8%	3	38%	5	31%	1	11%	3	16%	3	18%	6	30%	0	0%
De 2.001 a 3.200	0	0%	2	15%	0	0%	0	0%	3	33%	1	5%	2	12%	2	10%	0	0%
De 3.201 a 5.000	4	44%	2	15%	0	0%	3	19%	1	11%	4	21%	2	12%	2	10%	1	10%
Más de 5.000	3	33%	3	23%	5	63%	2	13%	3	33%	6	32%	7	41%	7	35%	5	50%
TOTAL	9	100%	13	100%	8	100%	16	100%	9	100%	19	100%	17	100%	20	100%	10	100%

Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 121 operaciones

7.4.4. Salida y porcentaje de participación

A pesar de las dificultades que puede suponer para el socio financiero desinvertir una participación minoritaria, en la práctica predominan las participaciones minoritarias (25) (90 casos) frente a las mayoritarias (50 de 140 operaciones).

Estas dificultades se han confirmado en la investigación, ya que sobre una muestra de 99 operaciones llevadas a cabo hasta 1995 (a partir de ese año no se da ninguna desinversión), el 46% de las inversiones en las que los socios financieros tenían mayoría se han desinvertido, mientras que en una posición minoritaria pura el porcentaje sólo alcanza el 27%. En las participaciones minoritarias protegidas con cláusula de salida, el porcentaje se eleva al 32% (Anexo 10, gráfico 7.4.4).

Esta situación variará a medida que se desarrolle el Easdaq, mercado en funcionamiento desde 1996 y cuyo objetivo es proporcionar un único foro paneuropeo para compañías en crecimiento. Actualmente están admitidas a cotización 23 compañías pero ninguna es española.

El socio industrial normalmente exige mayoría porque suele querer intervenir activamente en la gestión de la empresa.

Para la posición minoritaria del socio financiero, la colocación en bolsa es la salida más fácil (siempre que el tamaño de la compañía lo permita). Aún así, las puertas no están cerradas a otras vías. En la investigación se han detectado dos casos de venta a un industrial, una colocación privada de acciones y una recompra de las acciones por la propia compañía .

La dificultad de conjugar las siguientes conclusiones que se han puesto de manifiesto en la investigación puede explicar por qué el sector no mueve volúmenes mayores de inversión:

- Las compañías familiares son las empresa más frecuentemente objeto de «Buy Out».
- Las compañías familiares son reacias a vender participaciones mayoritarias.
- Es mucho más fácil deshacer una posición mayoritaria que una minoritaria.

8. Valoración de las operaciones

8.1. Creación de valor según los socios financieros

Es difícil hacer una valoración de las operaciones de «Buy Out» cuando todavía tienen poca historia y en la mayoría de los casos todavía no se ha desinvertido.

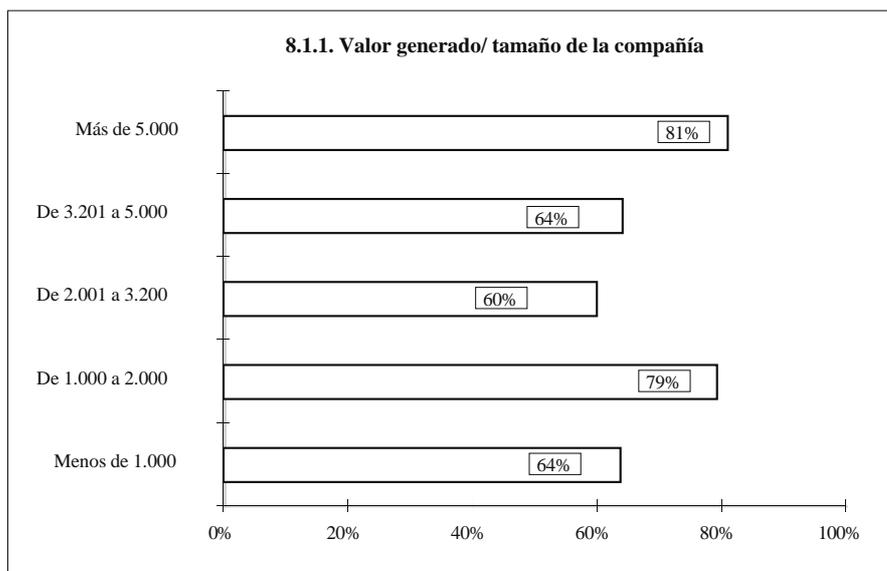
Se ha utilizado como criterio el valor que ha creado la operación en los casos de salida, y el que le suponen los socios financieros cuando la inversión está todavía en cartera. Por tanto, para muchas operaciones ha habido que partir de las opiniones de los socios financieros, a falta de datos más objetivos.

Según los socios financieros, de las 143 compañías que se han analizado, claros fracasos son 25, ya sea porque se han vendido con pérdidas, se han tenido que reestructurar cuando tal no era la intención inicial, o se ha tenido que provisionar la inversión. Se han detectado tres suspensiones de pagos.

Se podría pensar que los socios financieros han vendido aquellas participaciones en las que tenían plusvalías, y que conservan en cartera aquellas que todavía no han producido valor. Según las respuestas de los cuestionarios, esto no es así. Los socios financieros otorgan mayor valor a las participaciones que conservan que a aquellas de las que se han desprendido (Anexo 10, gráfico 8.1). Consideran que el 73% de las operaciones desinvertidas han creado valor, y que el 83% de las que tienen en cartera lo harán en el futuro. En ambos casos estos porcentajes han subido en relación a los que se desprendían de la primera parte de la investigación y que eran respectivamente de 67 y 79% (operaciones hasta 1995). Los socios financieros están ahora más optimistas.

8.1.1. Valor generado por la operación y volumen de ventas

Al preguntar a los socios financieros su opinión en relación a la generación de valor por las operaciones, éstos han otorgado menor valor a las inversiones realizadas en compañías con facturaciones menores a los 1.000 millones de pesetas que en el caso de las inversiones en las de mayor tamaño. Aun así, no hay una correlación clara que indique que la dimensión sea una garantía de éxito.



Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 118 operaciones

En el cuestionario se pedía a los socios financieros que definieran los factores responsables de su valoración positiva o negativa de una operación. También se les preguntaba sobre los handicap a los que se enfrenta el sector en España.

Los socios financieros destacan como principal elemento positivo la mayor motivación de los directivos con respecto a la que pudiesen tener antes de la operación. También resaltan la reducción de costes operativos, una mayor profesionalización de la gestión, el inicio de la internacionalización de la compañía, la mejora de la imagen de la empresa y el saneamiento financiero. Normalmente señalan más de un factor como responsable de su valoración positiva de una determinada operación.

Por el lado negativo, las quejas más frecuentes provienen de la falta de información por parte de la empresa y las malas relaciones con los directivos. Como principal handicap, los socios financieros señalan las dificultades de salida y, en concreto, el tamaño insuficiente del mercado bursátil español.

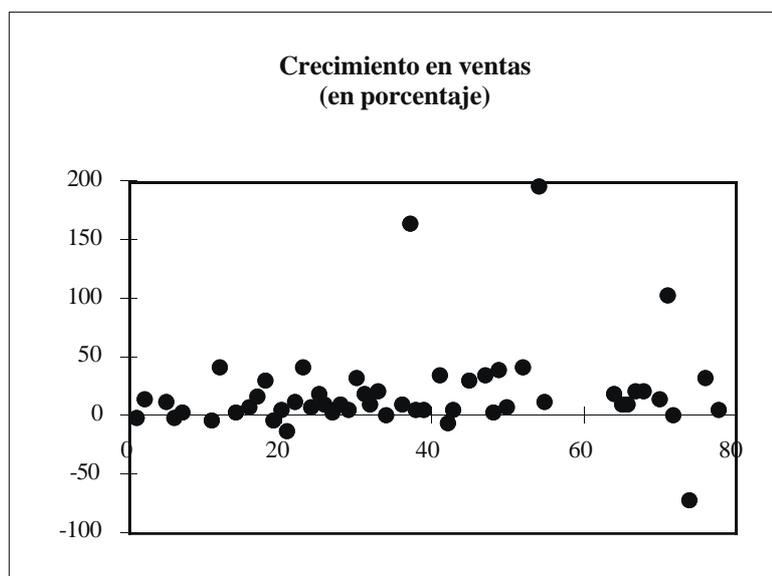
8.2. Comprobación empírica de la evolución de las empresas participadas

8.2.1. Evolución de las ventas

Se dispone de datos de 54 empresas para constatar la evolución en ventas. Se ha calculado el crecimiento compuesto en tasa interanual desde el momento de la toma de participación por el socio financiero hasta el momento de la desinversión en el caso de las compañías que ya han sido vendidas o hasta el último ejercicio disponible en el caso de las empresas que todavía figuran en cartera.

Si se compara los resultados obtenidos con los del anterior documento de investigación, se constata que el cambio de ciclo económico se ha dejado notar en la evolución de las ventas de las compañías participadas. En aquel momento 16 compañías decrecían en ventas mientras que ahora sólo lo hacen 7.

Los mayores crecimientos en ventas se dan en las empresas en las que los socios financieros entraron en 1993 y 1994.

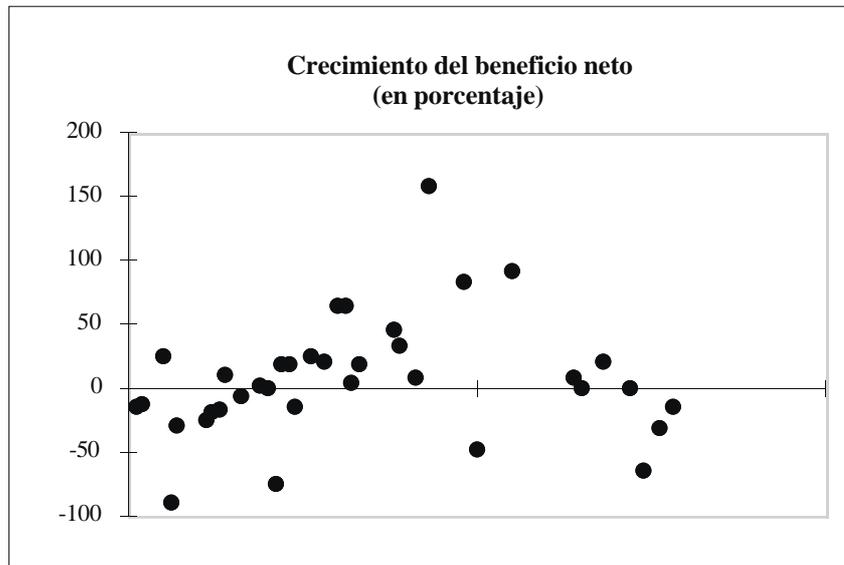


Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 54 operaciones

8.2.2. Evolución de los beneficios

Se dispone de datos sobre 47 compañías para analizar la evolución de los beneficios netos. En este apartado también se constata que la evolución ha sido positiva: 7 compañías han cambiado de signo dejando las pérdidas para entrar en beneficios, 3 se han alejado de su punto muerto. Sólo una empresa que estaba en beneficios en el momento de la entrada del socio financiero ha entrado en números rojos.

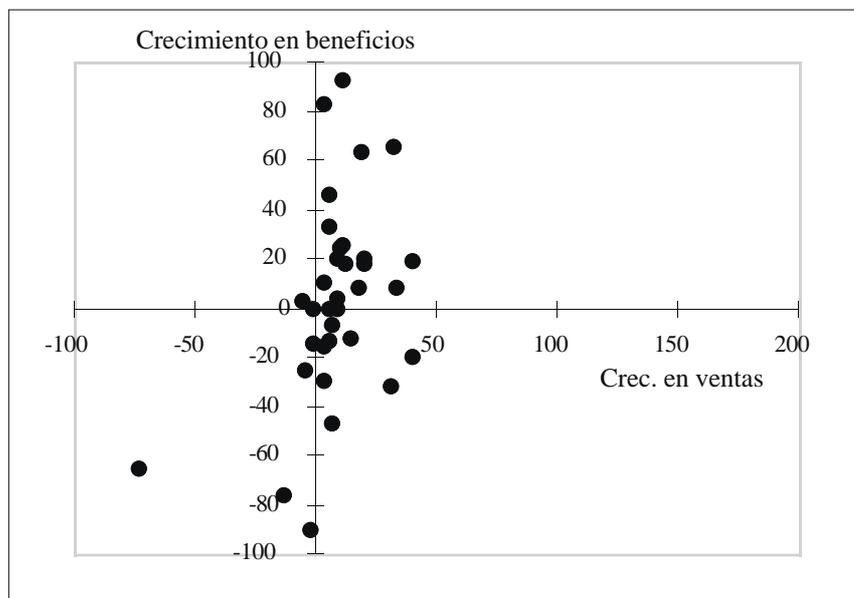


Fuente: Elaboración propia.

Muestra: 47 operaciones

8.2.3. Combinación de crecimientos: ventas y beneficios

En el documento de investigación anterior se constataba que eran pocas las inversiones realizadas por socio financiero realmente interesantes. El cambio de ciclo económico ha cambiado esta realidad.

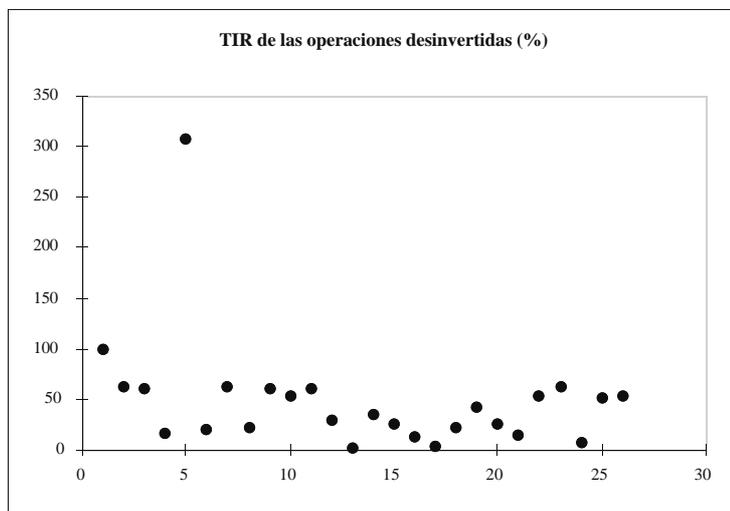


Fuente: Elaboración propia.

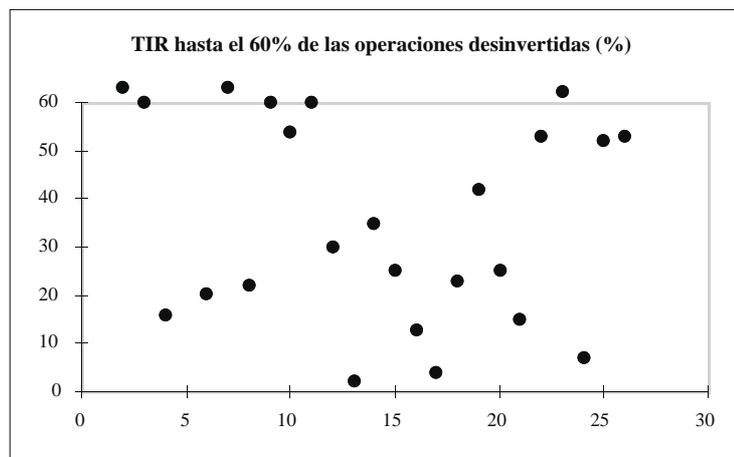
Muestra: 47 operaciones

8.3. Rentabilidades obtenidas

La Asociación Europea de Capital Riesgo (EVCA) está haciendo un esfuerzo para tratar de homogeneizar los criterios de medición de rentabilidad de las operaciones de capital riesgo. En España queda mucho por hacer y cada socio financiero está aplicando sus propios criterios. A efectos de tener una referencia a continuación se presentan las tasas internas de rentabilidad que los socios financieros declaran haber obtenido en 27 de las operaciones en las que han desinvertido sobre un total de 35 desinversiones. Sólo en un caso afirman haber obtenido una rentabilidad negativa pero no especifican de que cuantía. Es posible que precisamente las operaciones sobre las que los socios financieros no han querido declarar la rentabilidad obtenida sean precisamente las que presentan peores tasas.



Muestra 26 operaciones



Muestra 21 operaciones

9. Perspectivas

En la primera versión de este documento, publicada en enero de 1997, se apuntaba que eran necesarias una serie de condiciones de entorno para que el sector de capital inversión en España se potenciara.

Textualmente se especificaba que hacia falta que:

1) El marco macroeconómico fuera propicio, es decir, que España entrara en una fase de crecimiento o, al menos, de consolidación económica.

2) La bajada de tipos de interés ya iniciada continuase, y que propiciara una política de inversión más agresiva de los gestores de instrumentos de ahorro, favoreciendo las tomas de participación en renta variable y en empresas no cotizadas.

3) La puesta en marcha de segundos mercados bursátiles fuera un éxito y solucionara el problema de la dificultad de desinversión, uno de los mayores escollos al desarrollo del sector, animando a los inversores a entrar en operaciones de capital riesgo.

4) El desarrollo de los fondos de pensiones se tradujera en inversiones en empresas no cotizadas.

El documento concluía sobre una nota optimista porque se señalaba que por el lado de la oferta de compañías, las perspectivas eran buenas, ya que «una parte muy importante de las empresas familiares españolas están dirigidas por sus fundadores. La mitad de las empresas familiares tienen que pasar de la primera a la segunda generación en el plazo de cinco a diez años» (27).

Además, el Gobierno estaba estudiando una serie de normas que podían establecer un marco legal y fiscal muy favorable para el sector.

Sólo ha transcurrido un año pero todas las variables anteriores han tenido una evolución muy favorable.

1) A fecha de publicación de este documento, se estima que España ha cerrado el año 1997 con un crecimiento del PIB del 3 o 3,1%. Ya no parece que haya dudas sobre la integración de España en el Euro en la primera fase. Para 1998, la OCDE prevé un crecimiento del PIB del 3,6% gracias a la fortaleza de la demanda interna. Esta organización señala, que “España está en la mejor situación económica desde la década de los ochenta, con un crecimiento vigoroso bien repartido y una rápida creación de empleo”.

2) La bajada de los tipos de interés ha proseguido situándose en diciembre de 1997 en el 4,75%.

3) Los segundos mercados bursátiles europeos han iniciado su andadura.

El Easdaq funciona desde noviembre de 1996. A 15 de diciembre de 1997, estaban admitidas a cotización 23 compañías con una capitalización bursátil global de 3.900 millones de dólares. El Easdaq ha cumplido y superado su vocación paneuropea ya que las compañías cotizadas provienen de Francia, Italia, Bélgica, Reino Unido, Canada, Irlanda, Estados Unidos, Austria y Suiza.

Los nuevos segundos mercados locales también han comenzado a funcionar. El Nouveau Marché francés empezó a operar en febrero de 1996, estando admitidas a cotización, a enero de 1998, 38 compañías. El NMAX de la bolsa de Amsterdam que en febrero de 1998 cumplirá su primer año opera con cinco sociedades y se prevé que en los próximos meses sean admitidas otras cinco. El Neuer Markt de Frankfurt que también pretende dar liquidez a empresas jóvenes e innovadoras se puso en marcha en marzo de 1997 y cuenta actualmente con 17 compañías cotizando. Por último el Euro NM de Bruselas que abrió en abril de 1997 tiene 5 compañías cotizando. Estos cuatro mercados han llegado a un acuerdo para interconectarse y estudian armonizar sus reglamentos para formar una red europea.

4) El Gobierno, a través del Real Decreto 1094/97 de 4 de julio de 1997, ha dado luz verde para que los fondos puedan invertir en empresas no cotizadas. El gobierno pretende que la inversión colectiva se implique de lleno en la financiación del tejido productivo, en especial de las PYMEs para que éstas reduzcan su dependencia del crédito bancario. El límite máximo se establece en el 10% de la cartera para los Fondos de Inversión Mobiliaria y en el 5% para los fondos de dinero además de otros requisitos (28).

5) Los gestores de los fondos de pensiones están incrementando la ponderación de los instrumentos de riesgo en sus carteras. En 1996, según datos de Inverco (la asociación de entidades de inversión colectiva), una cartera tipo de un fondo de pensiones español era 75% renta fija, 5% renta variable, 3% divisas, 2% otros (entre los que están las inversiones en no cotizadas), 1% inmuebles y 14% tesorería. A septiembre de 1997, esta cartera ha evolucionado representando la renta fija el 61% de la cartera, la renta variable el 10%, la tesorería el 11%, la inversión en el exterior el 8% y los demás activos el 10%. Todavía se está lejos de las cifras de un fondo inglés tipo que tiene el 60% en renta variable y no cotizadas pero la tendencia es favorable.

6) El volumen de activos de los fondos de pensiones ha proseguido su crecimiento en 1997 alcanzando los 3,32 billones de pesetas (más 31% en doce meses). Las previsiones de la sociedad gestora de fondos del BBV que apuntaban a que el volumen de fondos de pensiones en el año 2000 ascenderá a 7 billones de pesetas, impulsados por la incertidumbre sobre la capacidad de la Seguridad Social para hacer frente a sus compromisos por jubilaciones, se pueden cumplir. El capital riesgo puede verse favorecido directamente por el incremento previsto del volumen de fondos. Indirectamente, también pueden desempeñar una función relevante inyectando liquidez a los segundos mercados bursátiles. Los fondos de pensiones pueden ser los claros protagonistas del Easdaq, como ocurre en el Nasdaq.

7) La nueva normativa sobre plusvalías (Real Decreto Ley 7/1996) supone un importante aumento de la rentabilidad financiero fiscal de los socios financieros. Ahora tributan al 1% frente al 35% anterior. Los accionistas de las sociedades de capital riesgo tienen una deducción del 100% sobre los dividendos.

8) Una nueva ley de capital riesgo regulará el sector. Se prevé que esté lista para los primeros meses de 1998 y que haya superado los trámites parlamentarios para finales de dicho año.

Esta evolución positiva del entorno todavía no ha repercutido claramente en el sector de capital inversión. Si se toman como referencia los datos de los miembros de la Asociación Española de Capital Inversión (ASCRI) los volúmenes del sector han tenido las siguientes magnitudes.

Volumen (millones de pesetas)

	1993	1994	1995	1996
Recursos totales	170.319	175.396	184.896	188.911
Crecimiento	11,6%	3,0%	5,4%	2,2%
Nuevos recursos	29.505	9.580	23.090	8.907

Fuente: ASCRI, Martí Pellón

Volumen (millones de pesetas)

	1993	1994	1995	1996
Inversión	16.725	18.549	26.481	31.023
Desinversión	12.297	9.032	13.587	17.426

Fuente: ASCRI, Martí Pellón

Quizás sea sólo una cuestión de tiempo. □

-
- (1) El mercado de capital riesgo tuvo un volumen de inversión en 1996 de 31.023 millones de pesetas que no debió representar ni el 1% del mercado global de fusiones y adquisiciones.
 - (2) La recopilación de información de los socios financieros terminó en julio de 1997.
 - (3) Pyme, según la Directiva Comunitaria de 3 de abril de 1996 sobre ayudas estatales a la pequeña y mediana empresa (pyme), para que una empresa sea considerada pequeña y mediana debe tener menos de 250 trabajadores, su volumen de negocio debe ser inferior a 40 millones de euros, o bien debe tener un activo inferior a 27 millones de euros.
 - (4) Argandoña, A., «La economía española, 1990-1995», marzo de 1996, publicado como nota técnica 0-396-038 ASE-368, clasificada y archivada en el IESE. Argandoña, A., «La economía española, 1990-1995. Suplemento: la economía en 1996», abril de 1997, publicado como nota técnica 0-397-238 ASE-373, clasificada y archivada en el IESE.
 - (5) Alcalá Olid, F., «El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación», Ed. Civitas, Madrid, 1995, págs. 132-134.
Lorenz, Tony, «Venture Capital Today. A practical guide to the Venture Capital Market», Woodhead-Faulker Limited, 1989, págs. 6-8. «A guide to Venture Capital», BVCA, British Venture Capital Association, folleto informativo publicado en mayo de 1996, «1993, 1995 y 1997 EVCA Yearbooks».
 - (6) En 1957, ARD tomó una participación del 77% de Digital Equipment Corporation por 70.000 dólares. En 1971, tras un crecimiento espectacular, la compañía se había revalorizado un 5.000%.
 - (7) Actualmente se invierten cada año 2.000 millones de libras.
 - (8) Fuente: National Venture Capital Association (asociación americana de capital riesgo).
 - (9) Fuente: European Venture Capital Association.
 - (10) Fuente: folleto de presentación del Easdaq.
 - (11) Fuente: Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (Ascri).
 - (12) Se trata de la empresa Gerposa.
 - (13) Anexo 11, Gráfico 5.2.1c.
 - (14) Anexo 11, Gráfico 5.2.1d.
 - (15) Se ha utilizado la cifra de activos para dividir las empresas en pymes y grandes. Hasta 1996, la Comunidad Europea establecía la línea divisoria en 1.600 millones de activos. Para las operaciones del periodo 1995-1997 se segregado también las compañías con unos activos superiores a 4.320 millones de pesetas. Se ha calculado una media aritmética de las estructuras de balance porcentuales de cada compañía en el año de entrada.
 - (16) El proyecto BACH armoniza los diferentes sistemas contables de los países de la UE, para tabular los datos de las empresas manufactureras proporcionados por las diferentes Centrales de Balances de los países miembros. En el caso español, los datos proceden de la Central de Balances del Banco de España.
 - (17) El período de referencia no es el mismo, porque en el caso del proyecto BACH los datos son del año 1993, mientras que la investigación engloba los años comprendidos entre 1989 y 1997. Si se limita la investigación al año 1993, la muestra es demasiado pequeña para ser representativa.
 - (18) Dato facilitado por la Cátedra de Empresa Familiar del IESE, dirigida por el profesor Miguel Angel Gallo.

- (19) Aunque existen numerosas definiciones de empresa familiar, en esta investigación se ha seguido la que utiliza la Cátedra de Empresa Familiar del profesor Miguel Angel Gallo. Según él, empresa familiar es aquella que reúne los siguientes requisitos:
- Sus ventas anuales superan la cifra de 200 millones de pesetas.
 - La participación en la propiedad del capital de una o dos familias, que son los mayores accionistas, es superior al 10%.
 - La participación conjunta en la propiedad del capital de los tres siguientes accionistas, por la importancia de sus porcentajes de participación, es inferior a tres veces la participación poseída por la familia (familias) indicada en el punto anterior.
- (20) Se ha tomado como referencia la deuda a 5 años por no disponer de datos a 10 años para la totalidad del período estudiado.
- (21) Gallo, M.A. y García Pont, C., «La empresa familiar en la economía española», documento de investigación nº143, octubre de 1988, publicado y archivado en el IESE.
- (22) López Quesada, J., «La financiación de los “Buy Out”», conferencia, 1990, y elaboración propia.
- (23) En once de las operaciones se ha utilizado más de un tipo de deuda.
- (24) Datos facilitados por las bolsas de Madrid y Barcelona, referidos a 1997 (volumen medio hasta el 30 de noviembre).
- (25) Incluye las minoritarias protegidas con cláusulas de salida.
- (26) Para calificar el riesgo de las empresas, Dun & Bradstreet utiliza más de 30 indicadores, como el año de fundación de la empresa, incidencias de los pagos, ventas, beneficios, patrimonio neto, etc. Guía de interpretación de los indicadores de riesgo de Dun & Bradstreet:
- 1: Riesgo mínimo: puede realizar sus transacciones comerciales con la empresa. Si es necesario, puede ofrecer condiciones de pago a largo plazo.
 - 2: Riesgo bajo: puede realizar sus transacciones comerciales.
 - 3: Riesgo ligeramente por encima de lo normal: puede realizar sus transacciones comerciales con la empresa, pero siga muy de cerca su evolución.
 - 4: Riesgo elevado: antes de extender el crédito, tome medidas de seguridad, por ejemplo, garantías personales.
- (27) Dato facilitado por la Cátedra de Empresa Familiar del IESE.
- (28) - Los Fondos deberán reflejar estas inversiones en sus estatutos y reglamentos y ofrecer la información a los partícipes.
- Estas inversiones no podrán suponer la toma de control directivo de las empresas emisoras.
 - Ningún fondo podrá tener invertido más del 2% de su activo en valores de una misma entidad, ni más del 4% de un mismo grupo.

Anexo 1

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997**Definiciones previas**

«Buy Out»: toda toma de participación o adquisición de una empresa por un socio financiero. Estas operaciones pueden adoptar las siguientes modalidades:

– «Management Buy Out» (MBO): transferencia total o parcial de la propiedad de una compañía a un nuevo grupo de propietarios, siendo una parte significativa del mismo los directivos de la compañía adquirida. Una variante de estas operaciones se denomina «Management adquirida». A veces, estos directivos ni siquiera han trabajado juntos con anterioridad. Como tercera modalidad, se está desarrollando una forma híbrida, los llamados «Buy In Management Buy Out» (BIMBO), en los que el comprador es un equipo formado por directivos internos y externos a la compañía objetivo. En la investigación, para que los datos estadísticos tengan más consistencia, se han tratado conjuntamente todas las tomas de participación en las que han intervenido directivos.

– «Leverage Buy Out»: compra de una compañía mediante una cantidad significativa de deuda (al menos un 70% del total), con la intención de devolver la misma con los fondos generados por las operaciones de la propia compañía adquirida o/y por la venta de alguno de sus activos.

– «Turnaround»: compra de una compañía con la intención de reestructurarla.

– «Start up»: inversión en una empresa de reciente o nueva creación.

– «Deleverage»: sustitución de deuda por capital.

– «Buy Out» puro: toma de participación que no reúna ninguna de las características específicas de las cinco definiciones anteriores.

– «Spin off»: escisión o división de una empresa.

Anexo 2

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997

Cuadro resumen comparación Estados Unidos-Europa

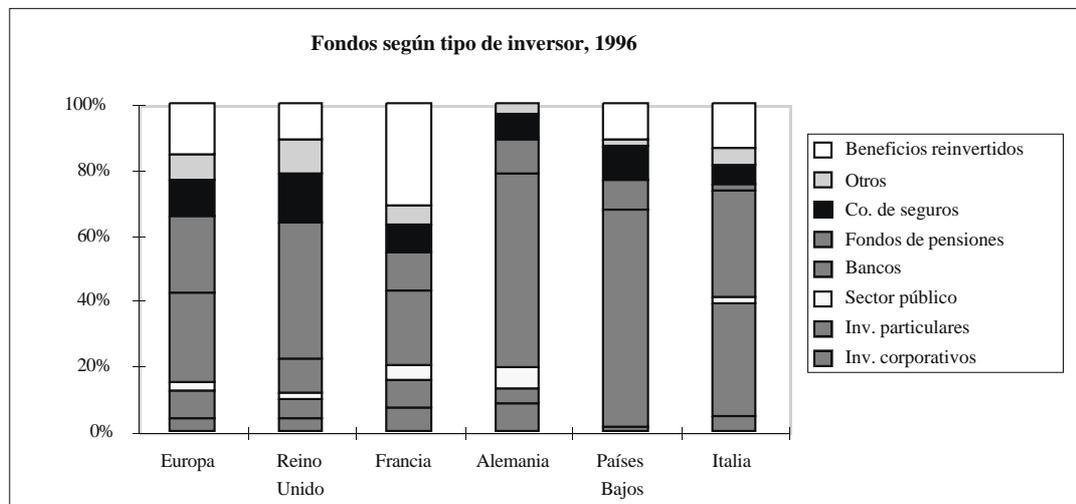
	Estados Unidos	Europa
Aportadores de fondos	Fondos de pensiones	Sector bancario
Naturaleza de las inversiones	Inversiones de segunda ronda	Inversiones iniciales
Tipo de operación	«Leverage Buy Out»	Operaciones no apalancadas
Fuente de operaciones	Desinversiones Salidas de bolsa	Empresa familiar Desinversiones
Desinversiones (salida)	Socio industrial Salidas a bolsa	Múltiples vías

Anexo 3

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997

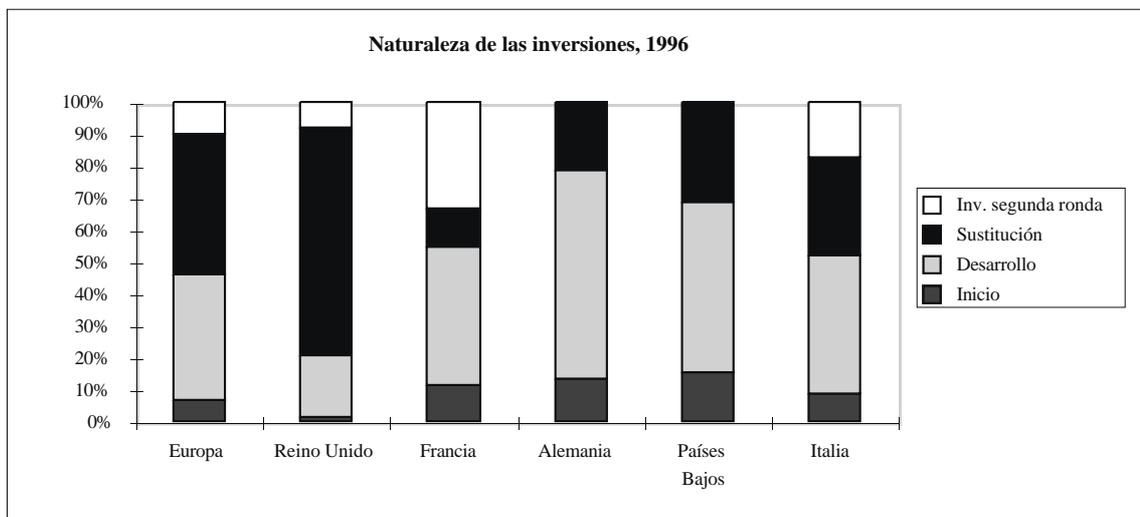
Comparación del sector de capital riesgo en los distintos países de Europa

1. Inversor/aportantes de fondos



Fuente: «1997 EVCA Yearbook».

2. Naturaleza de la inversión



Fuente: «1997 EVCA Yearbook».

Anexo 4

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997

Volumen de fondos en Europa

	Fondos acumulados (millones de ecus)			Nuevos fondos(millones de ecus)		
	1995	1996	Crec.	1995	1996	Crec.
Total Europa	49668	58651	18,1%	4398	7970	81,2%
Reino Unido	21517	25653	19,2%	1841	3738	103,0%
Francia	10590	11697	10,5%	793	1061	33,8%
Alemania	4714	5168	9,6%	210	340	61,9%
Italia	3824	4884	27,7%	264	727	175,4%
Paises Bajos	1907	3271	71,5%	257	1402	445,5%
Suecia	1655	1862	12,5%	438	50	-88,6%
Bélgica	1269	1429	12,6%	160	185	15,6%
España	1323	1396	5,5%	142	55	-61,3%
Suiza	643	789	22,7%	48	156	225,0%
Irlanda	540	574	6,3%	12	20	66,7%
Noruega	404	502	24,3%	46	94	104,3%
Portugal	438	475	8,4%	86	36	-58,1%

Fuente: EVCA

Anexo 5

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997

**Procedencia de los recursos de las sociedades y de los fondos de
capital inversión en España**

(En millones de pesetas)

Sociedades capital inversión	Fondos capital inversión			
	<i>Importe</i>	<i>Porcentaje</i>	<i>Importe</i>	<i>Porcentaje</i>
Bancos y otras inst. fin. priv.	3.296	5,99	15.789	11,86
Cajas de ahorro	11.245	20,44	4.210	3,16
Empresas no financieras privadas	4.903	8,91	13.657	10,26
Sector público estatal	9.770	17,76	15.000	11,26
Sector público autonómico y local	20.404	37,09	8.108	6,09
Inversores extranjeros	636	1,15	70.384	52,85
Compañías de seguros nacionales	50	0,09	1.000	0,75
Fondos de pensiones nacionales	0	0,00	138	0,10
Beneficios retenidos	3.286	5,97	0	0,00
Particulares	321	0,58	260	0,19
Instituciones sin fin de lucro	51	0,09	800	0,60
Otros	1.053	1,91	3.811	2,86
<i>Recursos propios totales</i>	<i>55.015</i>	<i>100,00</i>	<i>133.157</i>	<i>100,00</i>
Recursos ajenos	739		0	
<i>Capitales totales en gestión</i>	<i>55.754</i>		<i>133.157</i>	

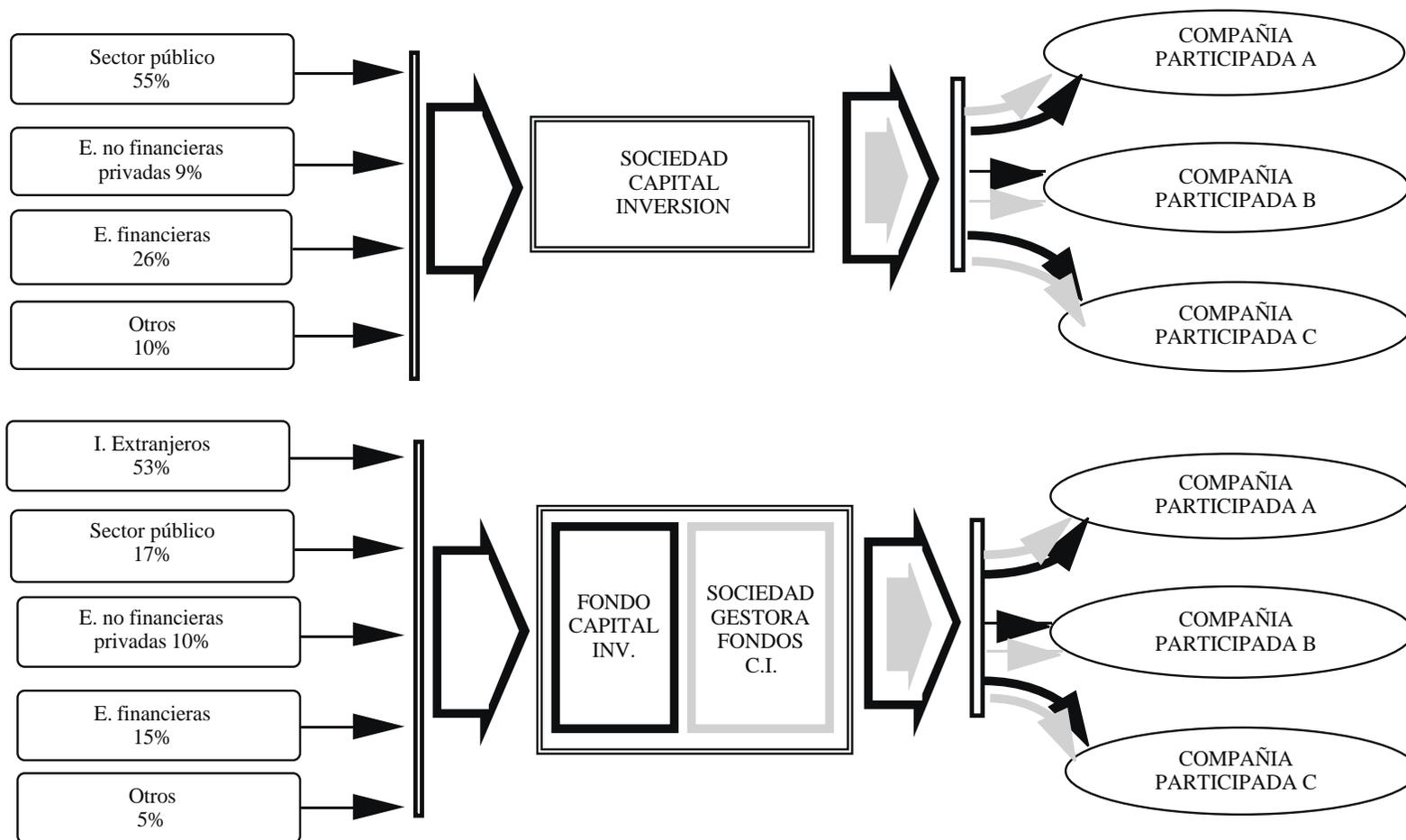
Datos a 31 de diciembre de 1996

Fuente: "El capital inversión en España, 1996". José Martí Pellón.

Anexo 6

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997

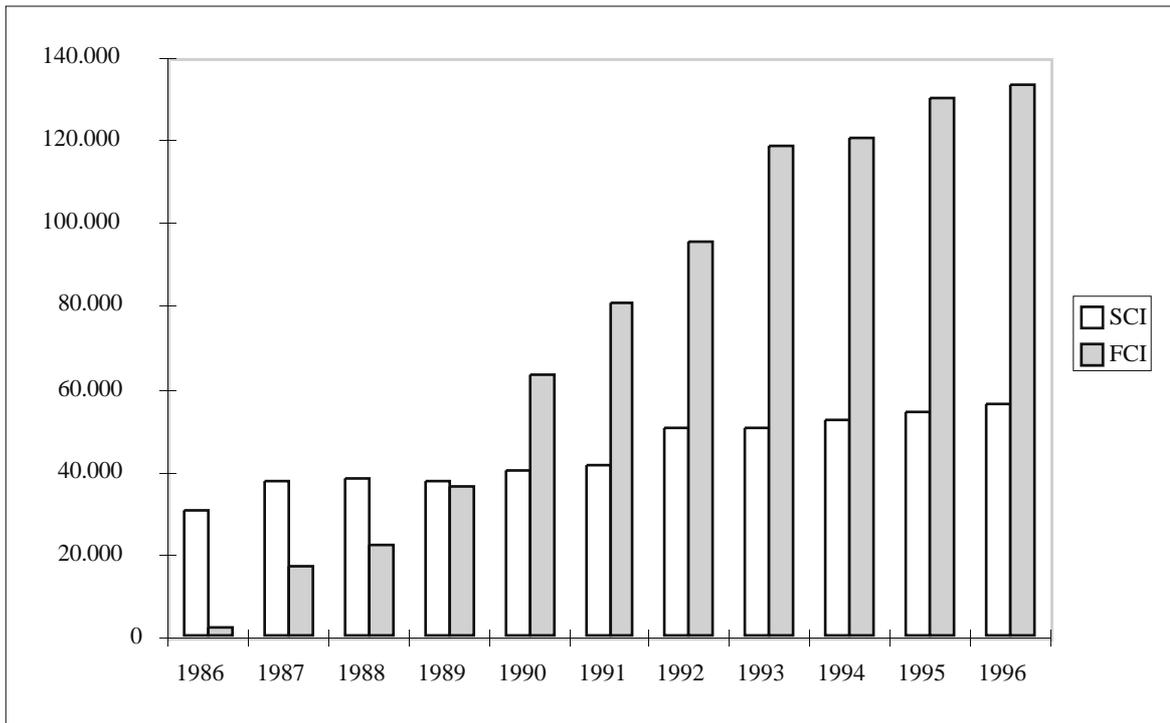
Flujos de dinero y gestión en las sociedades y fondos de capital inversión



Anexo 7

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997

Evolución de los recursos de las sociedades y de los fondos de capital inversión en España
(En millones de pesetas)



Fuente: "El capital inversión en España, 1996". José Martí Pellón.

Anexo 8

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997

Salidas (Cuadro resumen)
(Facturación en millones de pesetas)

Año	Tipo de operación	Facturación	Participación	Via de salida
1989	"Buy Out" puro	Menos de 1.000	Mayoritaria	Recompra de las acciones por la cia.
1989	"Buy Out" puro	De 2.001 a 5.000	Minoritaria	Venta a industrial
1989	Turn Around	De 5.001 a 10.000	Mayoritaria	Venta a industrial
1989	"Buy Out" puro	Más de 10.000	Minoritaria	Salida a Bolsa - Venta a industrial
1989	"Buy Out" puro	Más de 10.001	Minoritaria	Salida a Bolsa - Venta a industrial
1989	"Buy Out" puro	De 2.001 a 5.000	Mayoritaria	Venta a industrial
1989	"Buy Out" puro	De 2.001 a 5.001	Minoritaria + cláusula	Venta a industrial
1990	"Buy Out" puro	De 5.001 a 10.000	Minoritaria	?
1990	"Buy Out" puro	De 5.001 a 10.001	Minoritaria	?
1990	"Buy Out" puro	De 2.001 a 5.000	Mayoritaria	Colocación privada de acciones
1990	"Buy Out" puro	De 1.001 a 2.000	?	Venta a industrial
1990	"Buy Out" puro	Menos de 1.000	Mayoritaria	Colocación privada de acciones
1990	"Buy Out" puro	?	Mayoritaria	Venta a industrial
1990	"Buy Out" puro	?	Mayoritaria	Venta a industrial
1990	"Buy Out" puro	Menos de 1.000	Mayoritaria	Suspensión de pagos
1990	"Buy Out" puro	Menos de 1.000	Mayoritaria	Colocación privada de acciones
1991	MBO	De 5.001 a 10.001	Minoritaria	Colocación privada de acciones
1991	MBO	De 1.001 a 2.000	Mayoritaria	Salida a Bolsa
1991	"Buy Out" puro	De 5.001 a 10.000	Mayoritaria	Venta a industrial
1991	MBO	Más de 10.001	Minoritaria + cláusula	Salida a Bolsa - Venta a industrial
1991	"Buy Out" puro	Más de 10.001	Minoritaria	Colocación privada de acciones
1992	BIMBO	De 5.001 a 10.000	Minoritaria	Salida a Bolsa
1992	"Buy Out" puro	De 2.001 a 5.000	Minoritaria	Venta a industrial
1992	"Buy Out" puro	De 1.001 a 2.000	Minoritaria	Recompra de las acciones por la cia.
1992	"Buy Out" puro	?	Minoritaria	Venta del negocio
1992	"Buy Out" puro	De 1.001 a 2.000	Mayoritaria	Venta a industrial
1994	BIMBO	Más de 10.001	Mayoritaria	Venta a industrial y a los directivos
1994	"Buy Out" puro	De 5.001 a 10.001	Minoritaria + cláusula	Venta a industrial
1994	MBI	Más de 10.001	Mayoritaria	Venta a otro socio financiero
1994	MBO	?	Mayoritaria	Venta a industrial
1994	"Buy Out" puro	?	Minoritaria + cláusula	Colocación privada de acciones
1995	Turn Around	?	Minoritaria	Venta en Bolsa
1995	"Buy Out" puro	De 2.001 a 5.000	Minoritaria + cláusula	Venta a industrial
1995	MBI	Más de 5.000	Mayoritaria	Venta a otro socio financiero
1995	"Buy Out" puro	?	Minoritaria + cláusula	Venta a los directivos

Anexo 9

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997

Cuestionario

NOMBRE DE LA EMPRESA	_____
SOCIO FINANCIERO	_____
AÑO DE LA OPERACION	_____

I. INFORMACION GENERAL

1. Cómo comienza la operación: primer contacto

- a) Por intermediarios financieros
- b) Contactos directos del socio financiero
- c) El equipo directivo se pone en contacto con el socio financiero
- d) Otros

2. Duración de la negociación

- a) Menos de tres meses
- b) Entre tres y seis meses
- c) Seis meses

3. ¿ Está coinvertida?

- a) Sí
- b) No

4. Factores relevantes para dar el visto bueno a la operación

- a) El negocio en sí (seguro, viable...)
- b) Calidad del equipo directivo
- c) Estructura de la operación (precio, financiación...)
- d) Otros

5. Tipo de operación

- a) «Buy Out» puro
- b) «Management Buy Out»
- c) «Management Buy In»
- d) «Leverage Buy Out»
- e) «Buy in Management Buy Out»
- f) «Start Up»

6. Tipo de inversión

- a) Capital desarrollo
- b) Capital sustitución
- c) Capital mixto

7. Precio total de la compañía adquirida (millones)

- a) Menos de 1.000
- b) De 1.000 a 2.000
- c) De 2.000 a 5.000
- d) Más de 5.000

8. Participación del /los socios financieros

- a) Mayoritaria
- b) Minoritaria
- c) Minoritaria con cláusula de salida

7.1. Importe exacto 8.1. Porcentaje de participación

II. CARACTERISTICAS DE LA COMPAÑIA OBJETO DE ADQUISICION

9. Fuente de las operaciones

- a) Compañía familiar
- b) Desinversión de filiales extranjeras
- c) Desinversión de filiales nacionales
- d) Empresas públicas
- e) «Spin off»
- f) Nueva creación
- g) Otra

10. Fase de desarrollo de la compañía

- a) Inicio
- b) Crecimiento
- c) Madurez

11. Sector de actividad _____

12. Causas que motivan la operación

- a) Decisión estratégica
- b) Falta de entendimiento entre socios
- c) Problemas sucesorios
- d) Otros

Anexo 9 (continuación)

III. EXAMEN DE LA OPERACION (continuación)**BUSINESS PLAN-PLAN DE NEGOCIO****26. Estudio de mercado**

- a) Si
- b) No

27. ¿Existen activos innecesarios o que se puedan vender con facilidad?

- a) Sí
- b) No

28. ¿Están previstas inversiones.....

- | | | |
|--------------------|-------|-------|
| 7.1 a corto plazo? | a) Si | b) No |
| 7.2 a medio plazo? | a) Sí | b) No |
| 7.3 a largo plazo? | a) Sí | b) No |

29. Posibilidad de mejorar el capital circulante

- a) Mejora de la gestión de la cartera de clientes
- b) Reducción de los días de cobro
- c) Reducción del exceso de tesorería
- d) Reducción de las existencias
- e) Aumento de los días de pago

30. ¿Se ha verificado la reputación de la empresa mediante entrevista

- | | | |
|---------------------|-------|-------|
| 9.1 a los clientes? | a) Si | b) No |
| 9.2 a proveedores? | a) Si | b) No |
| 9.3 a los bancos? | a) Si | b) No |

31. ¿Se ha consultado o informado a los sindicatos de forma específica?

- a) Si
- b) No

VALORACION DE LA EMPRESA**Método de valoración****32. a) Basados en datos previsionales
b) Basados en datos históricos
c) Ambos****33. a) Basados en patrimonio
b) Basados en flujos de fondos
c) Ambos****34. Otros aspectos tenidos en cuenta en el precio:**

- a) Capacidad de endeudamiento
- b) Posibilidad de realizar otras ampliaciones de capital
- c) Plusvalías ocultas
- d) Créditos fiscales
- e) Otros

35. Multiplo de EBIT de la operación:.....**ASPECTOS FINANCIEROS****36. Instrumentos de financiación e importes**

- a) Capital
- b) Deuda mezzanine o subordinada
- c) Deuda garantizada
- d) Deuda simple
- e) Financiación de vendedores
- f) Préstamo de accionistas

Anexo 10

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997**Listado de gráficos**

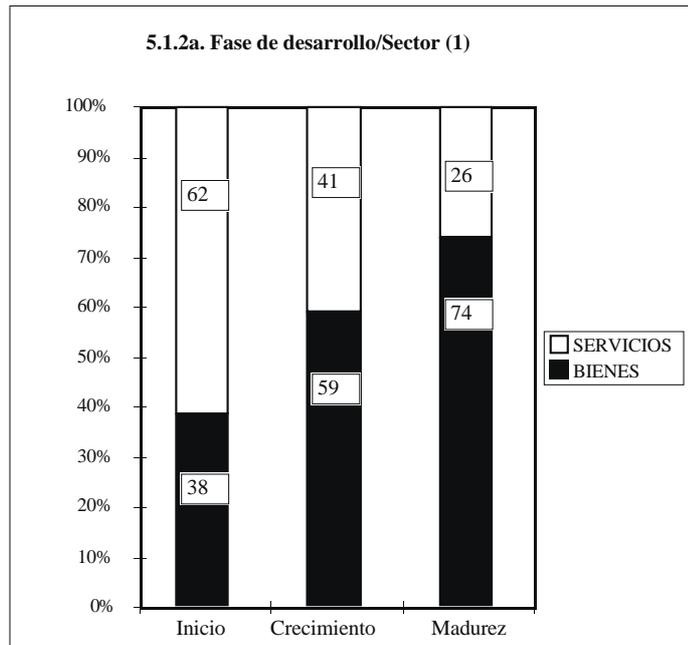
- 5.1.2. Sector y fase de desarrollo
- 5.1.2a. Fase de desarrollo/sector
- 5.1.2b. Sector/fase de desarrollo
- 5.1.4b. Fase de desarrollo/valor
- 5.2.1b. Volumen de ventas de las empresas estudiadas
- 5.2.1c. Número de empleados de las empresas estudiadas
- 5.2.1d. Activo total de las empresas estudiadas
- 6.1.3. Tipo de inversión y salida de la operación
- 6.1.4. Tipo de inversión y creación de valor de la operación
- 6.2.2. Tipo de operación y fase de desarrollo de la compañía
- 6.2.3. Tipo de operación y salida
- 6.2.4. Tipo de operación y creación de valor
- 7.2.2. Factores relevantes en la toma de la decisión de inversión
- 7.2.2a. Factores relevantes/tipo de inversión
- 7.2.2b. Factores relevantes/tipo de operación
- 7.2.3b). Métodos de valoración y tipo de operación
- 7.2.3c). Métodos de valoración y fase de desarrollo de la compañía
- 7.2.3d). Métodos de valoración y valor generado
- 7.2.4a). Porcentaje de participación y tipo de inversión
- 7.2.4b). Porcentaje de participación y tipo de operación
- 7.2.4c). Porcentaje de participación y tamaño de la compañía
- 7.2.4d). Porcentaje de participación y fuente de la operación
- 7.3.3. Tipo de financiación y tipo de inversión
- 7.3.5. Tipo de financiación y salida de la operación
- 7.3.6. Tipo de financiación y creación de valor
- 7.4.4. Salida y porcentaje de participación
- 8.1. Creación de valor según estén las operaciones desinvertidas o no
- 8.1.1. Creación de valor y volumen de ventas

Anexo 10 (continuación)

Gráficos

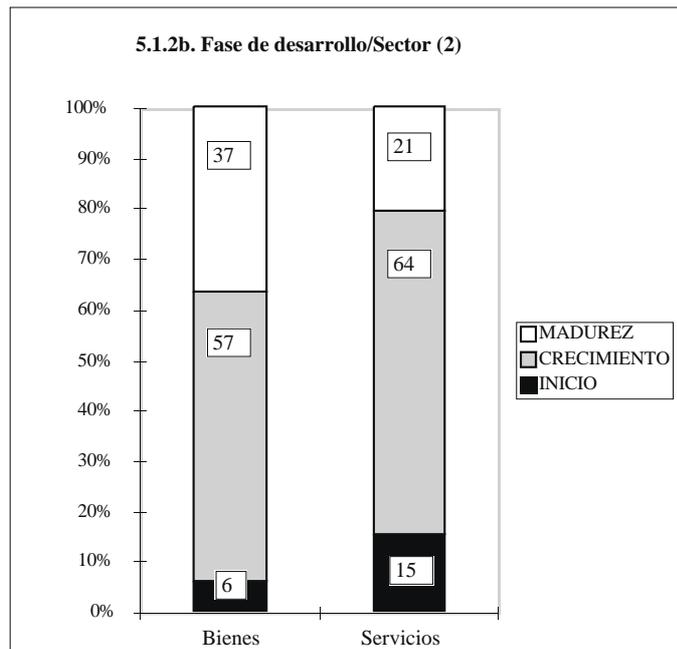
5.1.2. Sector y fase de desarrollo

(1)



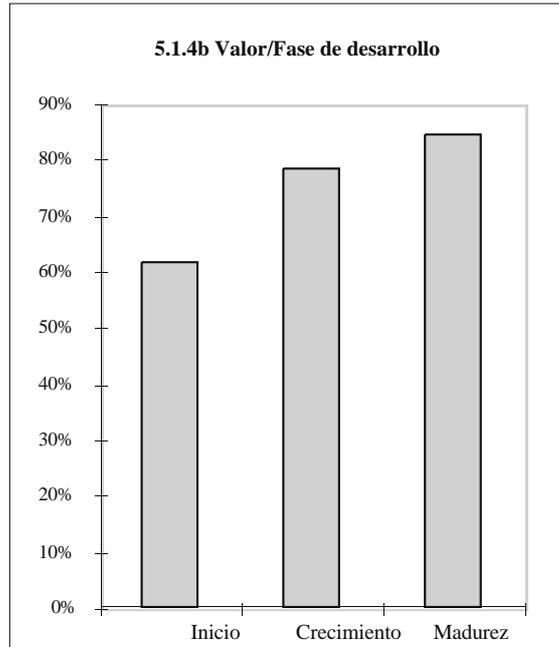
Muestra: 114 operaciones

(2)

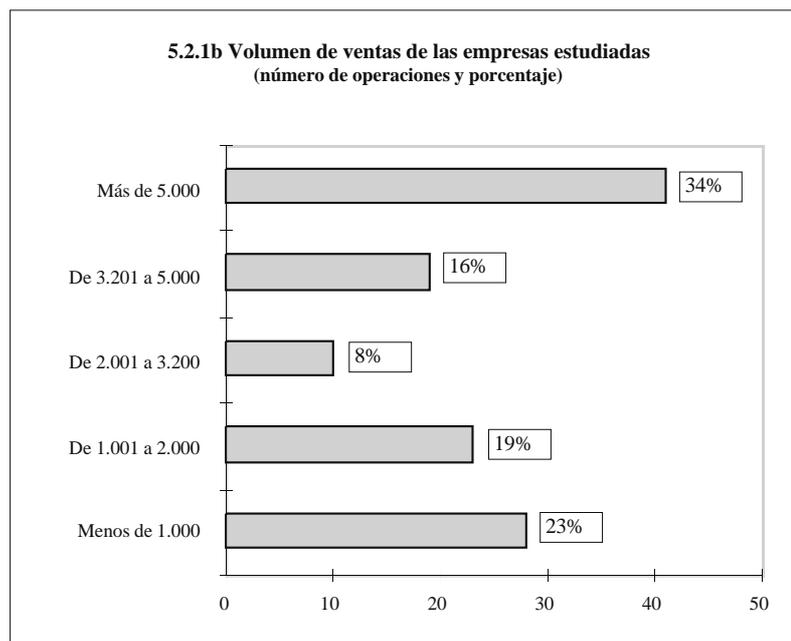


Muestra: 137 operaciones

Anexo 10 (continuación)

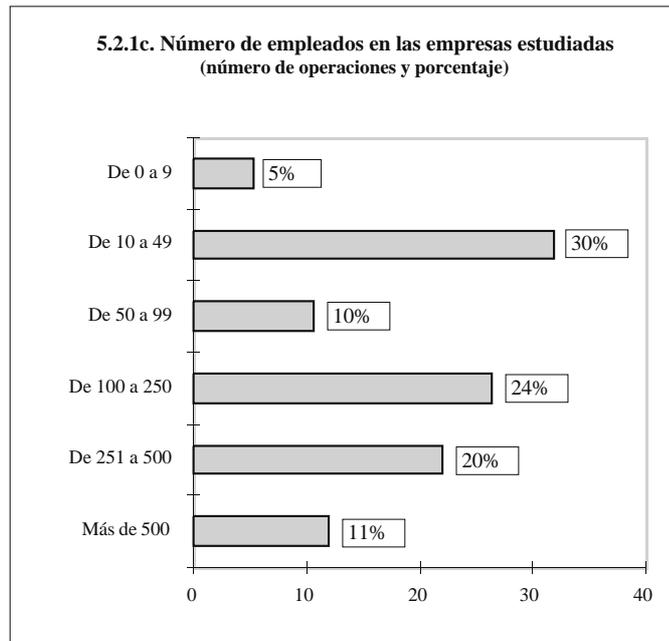
5.1.4b. Valor y fase de desarrollo

Muestra: 137 operaciones

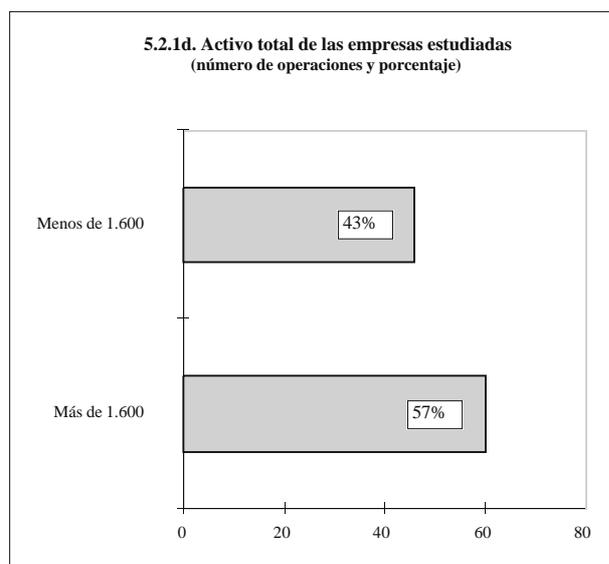
5.2.1b. Volumen de ventas de las empresas estudiadas

Muestra: 121 operaciones

Anexo 10 (continuación)

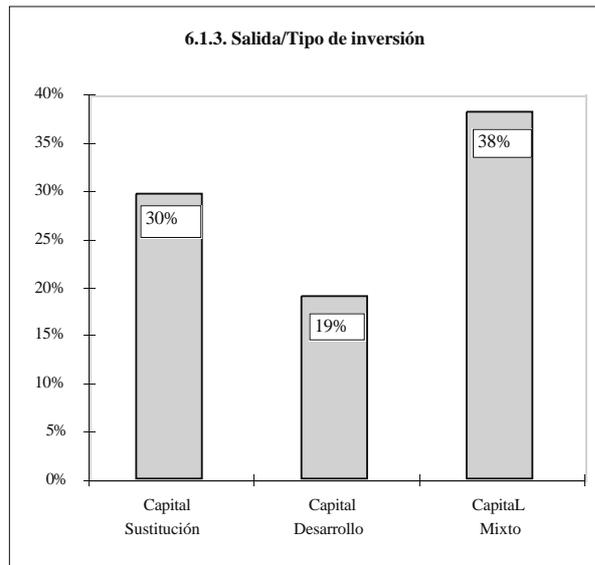
5.2.1c. Número de empleados de las empresas estudiadas

Muestra: 108 operaciones

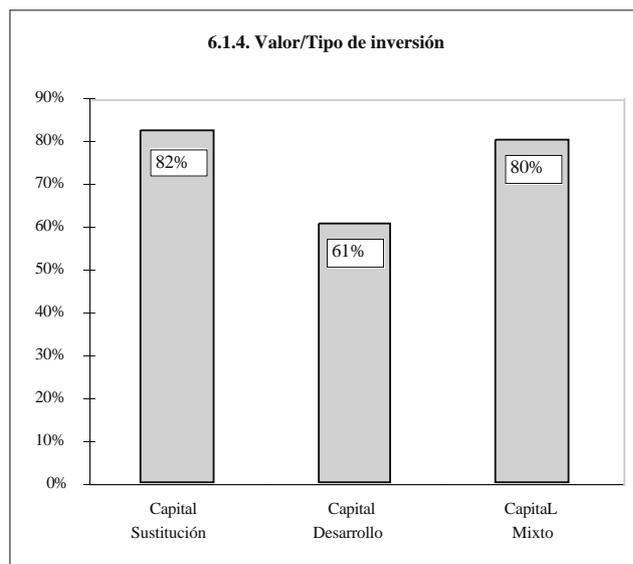
5.2.1d. Activo total de las empresas estudiadas

Muestra: 106 operaciones

Anexo 10 (continuación)

6.1.3. Tipo de inversión y salida de la operación

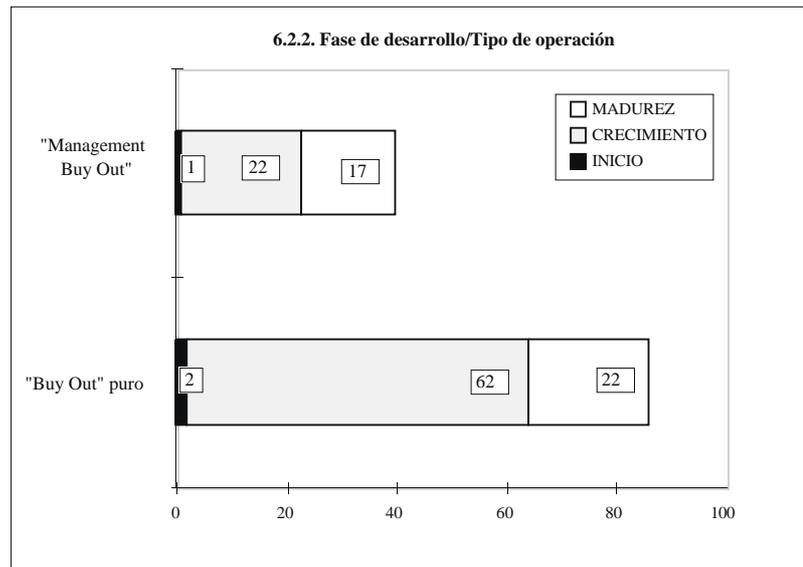
Muestra: 133 operaciones

6.1.4. Tipo de inversión y creación de valor de la operación

Muestra: 98 operaciones

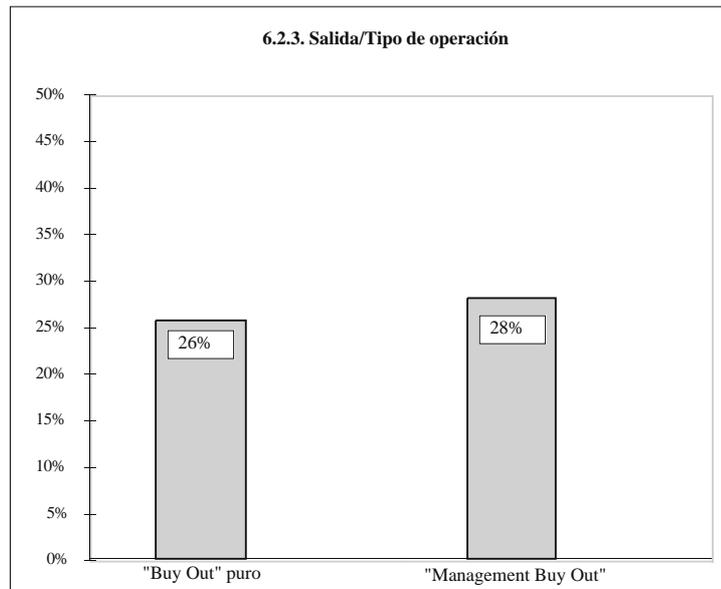
Anexo 10 (continuación)

6.2.2. Tipo de operación y fase de desarrollo de la compañía



Muestra: 126 operaciones

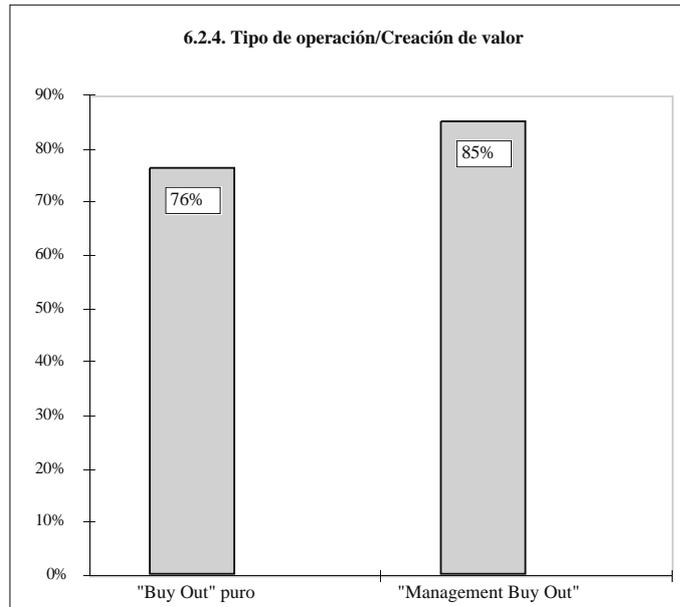
6.2.3. Tipo de operación y salida



Muestra: 132 operaciones

Anexo 10 (continuación)

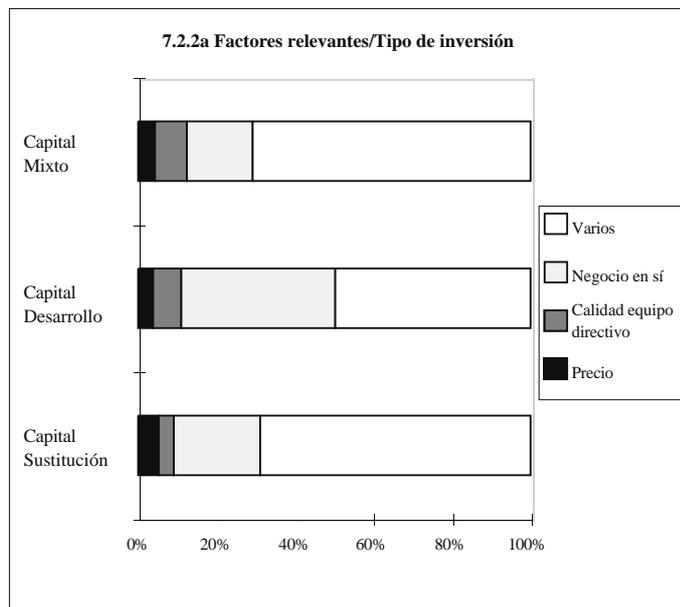
6.2.4. Tipo de operación y creación de valor



Muestra: 100 operaciones

7.2.2. Factores relevantes en la toma de la decisión de inversión

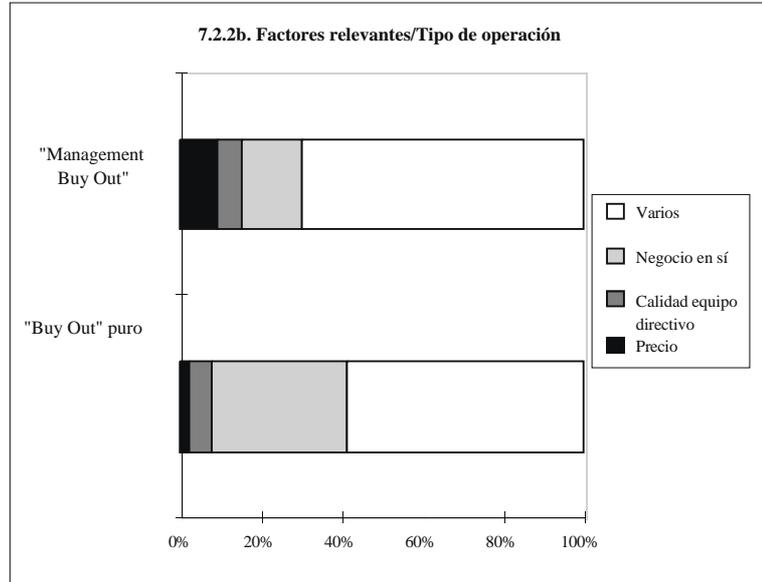
a) Factores relevantes de decisión y tipo de inversión



Muestra: 136 operaciones

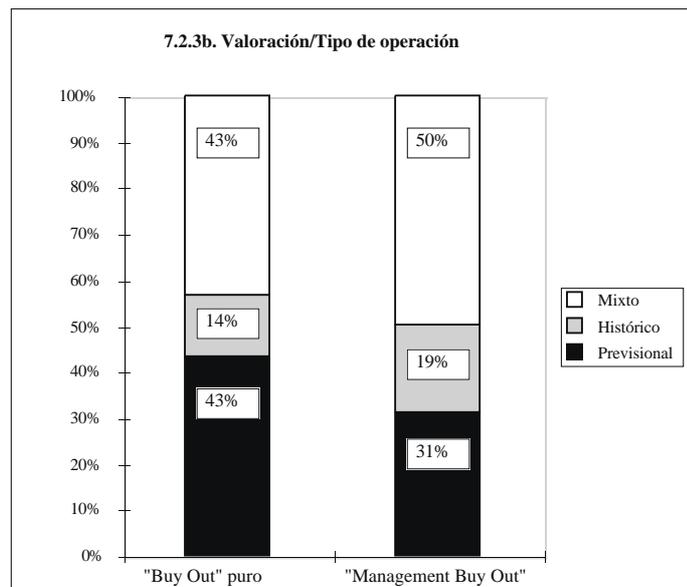
Anexo 10 (continuación)

b) Factores relevantes de decisión y tipo de operación



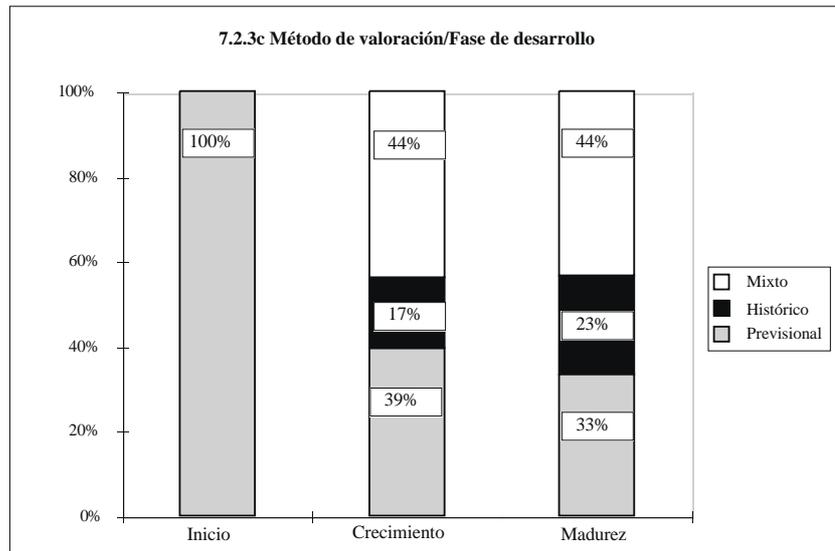
Muestra: 124 operaciones

7.2.3b. Métodos de valoración por tipo de operación

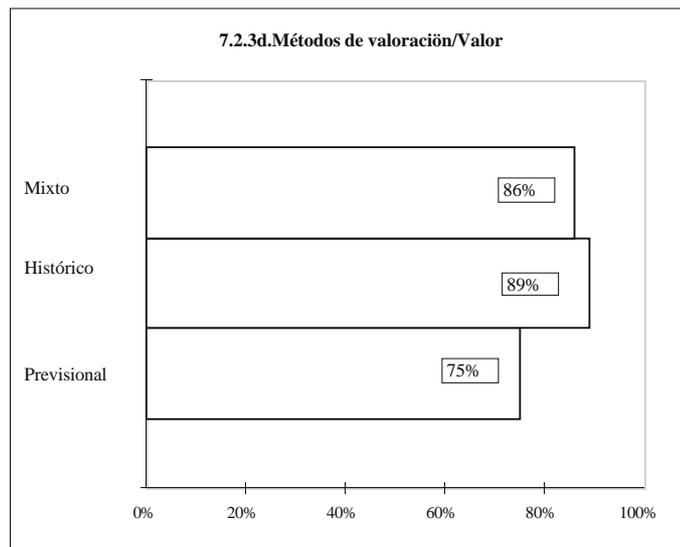


Muestra: 122 operaciones

Anexo 10 (continuación)

7.2.3c. Métodos de valoración y fase de desarrollo de la compañía

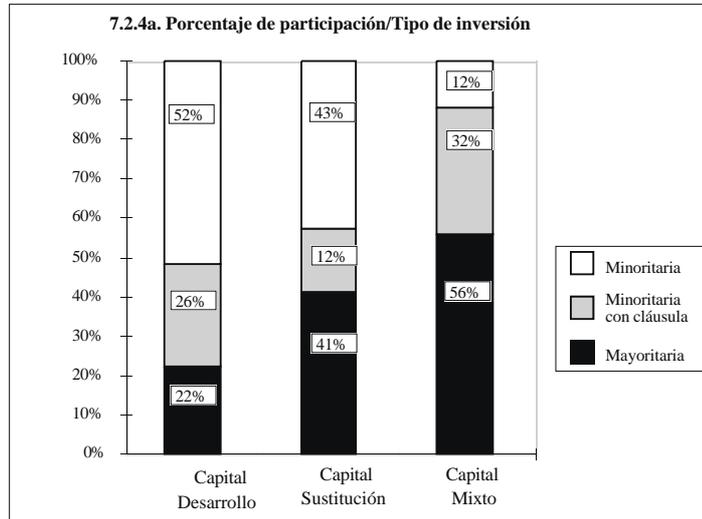
Muestra: 122 operaciones

7.2.3d. Métodos de valoración y valor generado

Muestra: 94 operaciones

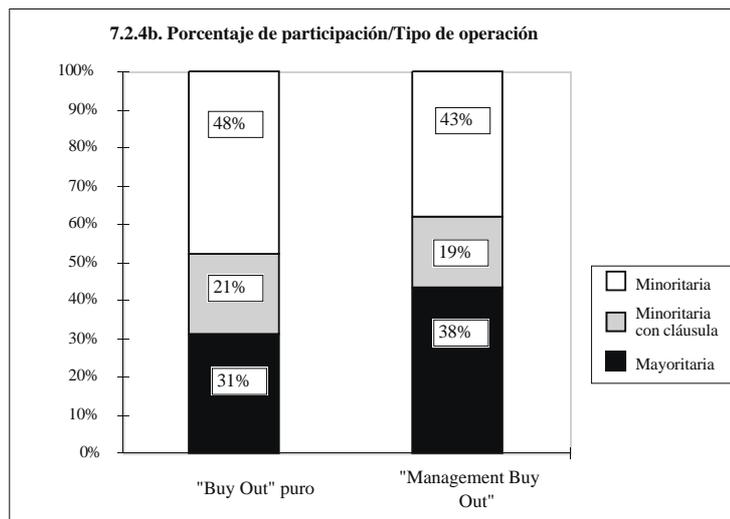
Anexo 10 (continuación)

7.2.4a. Porcentaje de participación y tipo de inversión



Muestra: 139 operaciones

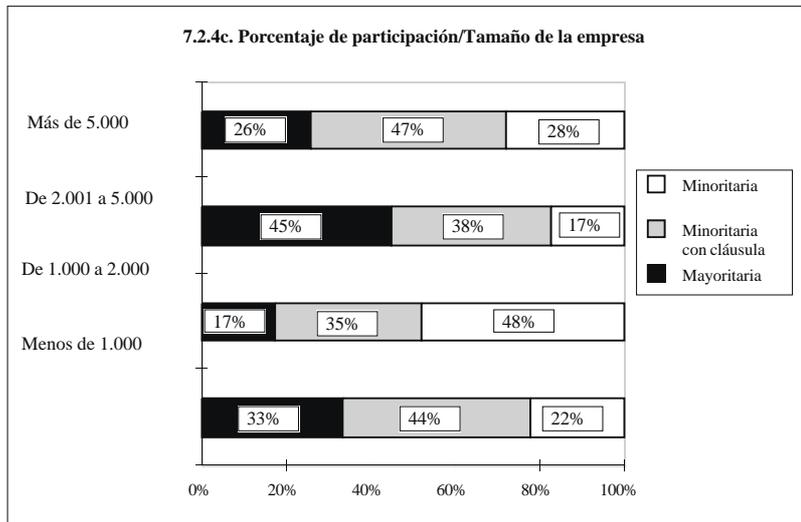
7.2.4b. Porcentaje de participación y tipo de operación



Muestra: 127 operaciones

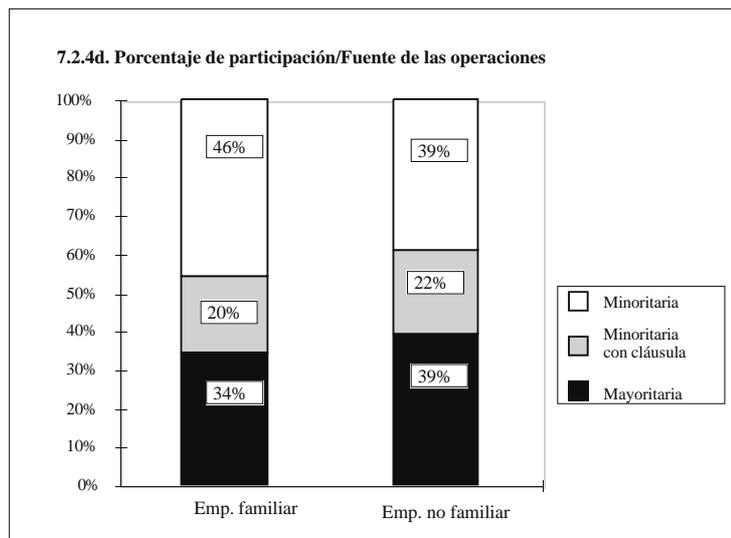
Anexo 10 (continuación)

7.2.4c. Porcentaje de participación y tamaño de la compañía



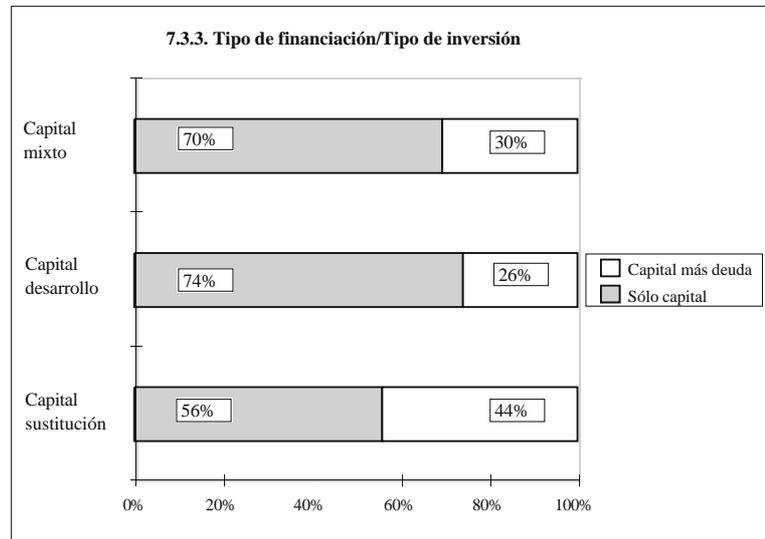
Muestra: 122 operaciones

7.2.4d. Porcentaje de participación y fuente de la operación

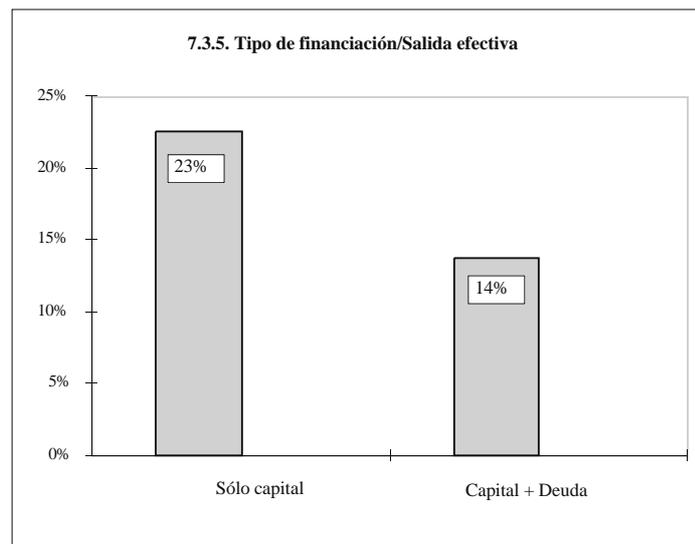


Muestra: 140 operaciones

Anexo 10 (continuación)

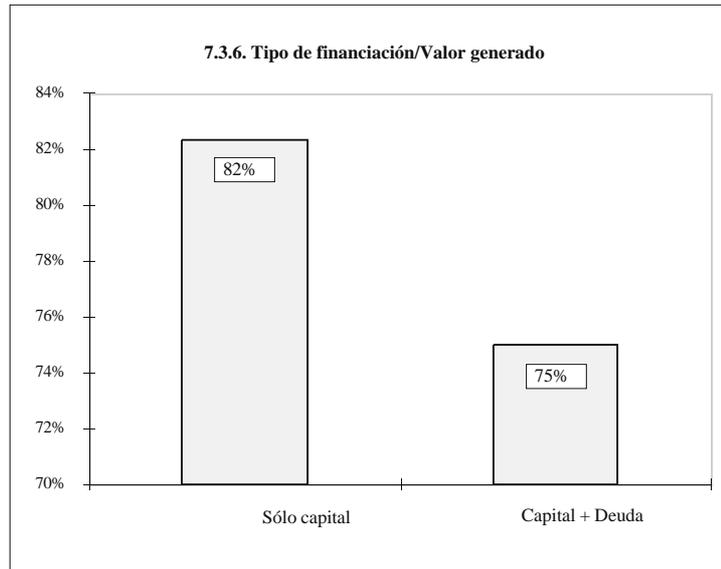
7.3.3. Tipo de financiación y tipo de inversión

Muestra: 138 operaciones

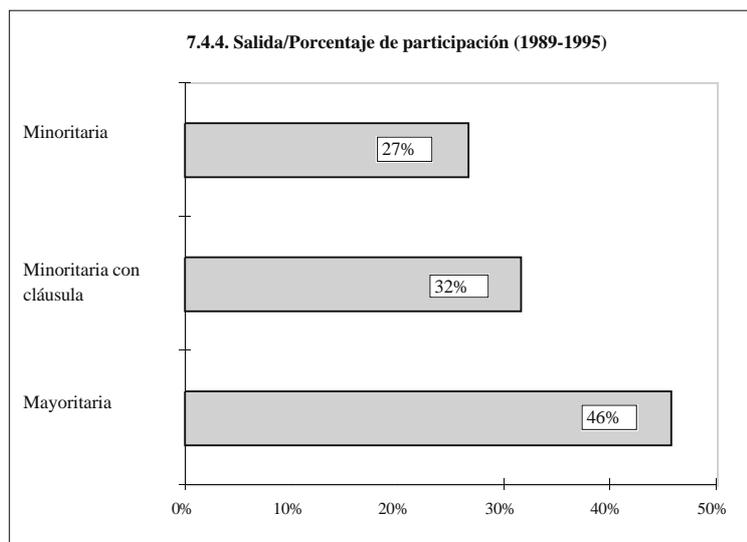
7.3.5. Tipo de financiación y salida de la operación

Muestra: 130 operaciones

Anexo 10 (continuación)

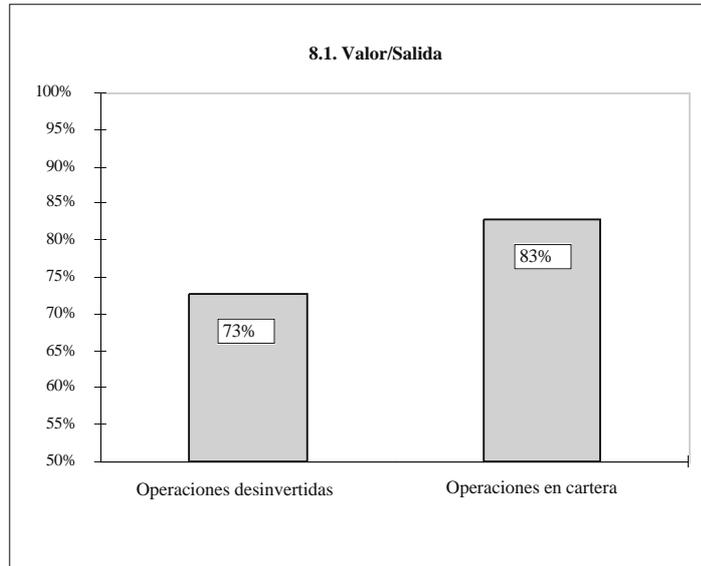
7.3.6. Tipo de financiación y creación de valor

Muestra: 108 operaciones

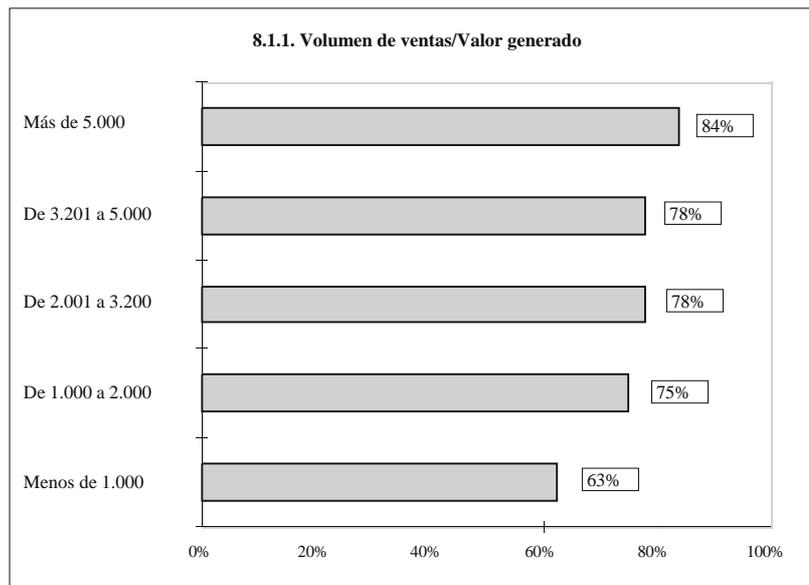
7.4.4. Salida y porcentaje de participación, 1989-1995

Muestra: 99 operaciones

Anexo 10 (continuación)

8.1. Valor generado por la operación /Salida

Muestra: 109 operaciones

8.1.1. Valor generado por la operación y volumen de ventas

Muestra: 98 operaciones

Anexo 11

«BUY OUT» CON PARTICIPACION DE SOCIO FINANCIERO
UN ANALISIS DE LA SITUACION ESPAÑOLA, 1989-1997**Listado de matrices**

- Matriz 1: Fase de desarrollo/Tipo de inversión
- Matriz 2: Fase de desarrollo/Tipo de operación
- Matriz 3: Tipo de inversión/Tipo de operación
- Matriz 4: Coinversión/Valoración de la compañía
- Matriz 5: Porcentaje de participación/Valoración de la compañía
- Matriz 6: Factores relevantes de decisión/Fase de desarrollo
- Matriz 7: Factores relevantes de decisión/Tipo de operación
- Matriz 8: Factores relevantes de decisión/Tipo de inversión
- Matriz 9: Fuente de la operación/Tipo de operación
- Matriz 10: Fuente de la operación/Tipo de inversión
- Matriz 11: Fase de desarrollo/Sector
- Matriz 12: Grado de endeudamiento/Fase de desarrollo
- Matriz 13: Grado de endeudamiento/Tipo de inversión
- Matriz 14: Método de valoración/Fase de desarrollo
- Matriz 15: Método de valoración/Tipo de operación
- Matriz 16: Método de valoración/Tipo de inversión
- Matriz 17: Método de valoración/Sector
- Matriz 18.1: Salida/Porcentaje de participación (1989-1997)
- Matriz 18.2: Salida/Porcentaje de participación (1989-1995)
- Matriz 19: Salida/Sector
- Matriz 20: Salida/Tipo de operación
- Matriz 21: Salida/Tipo de inversión
- Matriz 22: Porcentaje de participación/Tipo de inversión
- Matriz 23: Porcentaje de participación/Tipo de operación
- Matriz 24: Porcentaje de participación/Coinversión
- Matriz 25.1: Porcentaje de participación/Fuente de la operación (1)
- Matriz 25.2: Porcentaje de participación/Fuente de la operación (2)
- Matriz 26: Tipo de operación/Volumen de ventas
- Matriz 27: Tipo de inversión/Volumen de ventas
- Matriz 28: Salida/Volumen de ventas
- Matriz 29: Fase de desarrollo/Volumen de ventas
- Matriz 30: Duración de la negociación
- Matriz 31: Tipo de financiación/Tipo de operación
- Matriz 32: Tipo de financiación/Tipo de inversión
- Matriz 33: Tipo de financiación/Fase de desarrollo
- Matriz 34: Tipo de financiación/Volumen de ventas
- Matriz 35: Número de operaciones/Año
- Matriz 36: Tipo de operación/Año
- Matriz 37: Tipo de inversión/Año
- Matriz 38: Porcentaje de participación/Año
- Matriz 39: Salida/Año
- Matriz 40: Sector/Año

Anexo 11 (continuación)

- Matriz 41: ¿Como comienza la operación?
- Matriz 42: Fase de desarrollo/Año
- Matriz 43: Coinversión/Año
- Matriz 44: Grado de endeudamiento/Año
- Matriz 45: Método de valoración/Año
- Matriz 46: Fuente de las operaciones/Año
- Matriz 47: Tipo de financiación/Año
- Matriz 48: Factores relevantes de decisión/Año
- Matriz 49: Volumen de ventas/Año
- Matriz 50.1: Año/Sector
- Matriz 50.2: Sector/Año
- Matriz 51: Valor/Tipo de operación
- Matriz 52: Valor/Tipo de inversión
- Matriz 53: Valor/Porcentaje de participación
- Matriz 54: Valor/Salida
- Matriz 55: Valor/Coinversión
- Matriz 56: Valor/Posición en el mercado
- Matriz 57: Valor/Fase de desarrollo
- Matriz 58: Valor/Fuente de las operaciones
- Matriz 59: Valor/Grado de endeudamiento
- Matriz 60: Valor/Tipo de financiación
- Matriz 61: Valor/Método de valoración
- Matriz 62: Factores relevantes/Valor
- Matriz 63: Valor/Volumen de ventas
- Matriz 64: Valor/Sector
- Matriz 65: Salida/Tipo de financiación
- Matriz 66: Número años de inversión en las operaciones desinvertidas/Año
- Matriz 67: Volumen de ventas de las empresas estudiadas
- Matriz 68: Beneficio antes de intereses e impuestos
- Matriz 69: Beneficio neto
- Matriz 70: Número de empleados
- Matriz 71: Activo total

Anexo 11 (continuación)

Matrices**Matriz 1: Fase de desarrollo/Tipo de inversión**

Fase de desarrollo

Inicio	12	21%	1	2%	0	0%
Crecimiento	33	58%	30	53%	21	84%
Madurez	12	21%	26	46%	4	16%
Total	57		57		25	
	Capital desarrollo		Capital sustitución		Capital mixto	

Muestra: 139 operaciones

Tipo de inversión

Matriz 2: Fase de desarrollo/Tipo de operación

Fase de desarrollo de la empresa

Inicio	2	2%	1	3%	1	33%	0	0%	0	0%	9	100%
Crecimiento	62	72%	22	55%	0	0%	1	100%	1	100%	0	0%
Madurez	22	26%	17	43%	2	67%	0	0%	0	0%	0	0%
Total	86		40		3		1		1		9	
	«Buy Out» puro		«Management Buy Out»		«Leverage Buy Out»		«Deleverage Buy Out»		«Turnaround»		«Start up»	

Muestra: 131 operaciones

Matriz 3: Tipo de inversión/Tipo de operación

Tipo de inversión

C. desarrollo	43	50%	3	8%	1	33%	1	100%	1	33%	9	90%
C. sustitución	25	29%	30	77%	2	67%	0	0%	1	33%	1	10%
C. mixto	18	21%	6	15%	0	0%	0	0%	1	33%	0	0%
Total	86		39		3		1		3		10	
	«Buy Out» puro		«Management Buy Out»		«Leverage Buy Out»		«Deleverage Buy Out»		«Turnaround»		«Start up»	

Muestra: 132 operaciones

Tipo de operación

Anexo 11 (continuación)

Matriz 4: Coinversión/Valoración de la compañía

Coinversión

Si	16	28	13	43%	17	55%	9	43%
No	42	72	17	57%	14	45%	12	57%
Total	58		30		31		21	
	Menos de 1000mll		De 1000mll a 2000mll		De 2001mll a 5000 mll		Más de 5000mll	

Muestra: 140 operaciones

Valoración de la compañía

Matriz 5: Porcentaje de participación/Valoración de la compañía

Porcentaje participación

Mayoritaria	20	34%	12	40%	13	42%	5	24%
Minoritaria	22	52%	16	53%	10	32%	11	52%
Min + Cláusula	16	28%	2	7%	8	26%	5	24%
Total	58		30		31		21	
	Menos de 1000mll		De 1000mll a 2000mll		De 2001mll a 5000 mll		Más de 5000 mll	

Muestra: 140 operaciones

Valoración de la compañía

Matriz 6: Factores relevantes de decisión/Fase de desarrollo

Factores relevantes

Precio	1	8%	4	5%	1	2%
Calidad eq. direct.	0	0%	6	7%	3	7%
Negocio en sí	4	31%	19	23%	10	24%
Otros	1	8%	1	1%	0	0%
Varios	7	54%	54	64%	28	63%
Total	13		84		42	
	Inicio		Crecimiento		Madurez	

Matriz 7: Factores relevantes de decisión/Tipo de operación

Factores relevantes

Precio	2	2%	3	9%
Calidad eq. direct.	5	5%	2	6%
Negocio en sí	29	32%	5	15%
Otros	4	4%	0	0%
Varios	51	56%	23	70%
Total	91		33	
	«Buy Out» puro		«Management Buy Out»	

Muestra: 124 operaciones

Tipo de operación

Anexo 11 (continuación)

Matriz 8: Factores relevantes de decisión/Tipo de inversión

Precio	3	5%	2	4%	1	4%
Calidad eq. direct.	2	4%	4	7%	2	8%
Negocio en sí	12	22%	17	37%	4	17%
Otros	0	0%	2	4%	0	0%
Varios	38	69%	32	47%	17	71%
Total	55		57		24	
	Capital sustitución		Capital desarrollo		Capital mixto	

Muestra: 136 operaciones

Tipo de inversión

Matriz 9: Fuente de la operación/Tipo de operación

Fuente de la operación

Empresa familiar	58	64%	17	44%	0	0%	0	0%	0	0%
Desinversión fil. ext.	3	3%	8	21%	0	0%	0	0%	0	0%
Desinversión fil. nac.	4	4%	2	5%	0	0%	0	0%	0	0%
Empresa pública	1	1%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
«Spin off»	1	1%	1	3%	0	0%	0	0%	1	100%
Nueva creación	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Otros	24	26%	11	28%	1	100%	2	100%	0	0%
Total	91		39		1		2		1	
	«Buy Out» puro		«Management Buy Out»		«Leverage Buy Out»		«Deleverage Buy Out»		«Turnaround»	

Muestra: 134 operaciones

Tipo de operación

Matriz 10: Fuente de la operación/Tipo de inversión

Fuente de la operación

Compañía familiar	38	64%	26	46%	12	50%
Desinversión fil. ext.	1	2%	9	16%	2	8%
Desinversión fil. nac.	1	2%	3	5%	2	8%
Empresa pública	0	0%	0	0%	0	0%
«Spin off»	1	2%	2	4%	1	4%
Otros	18	31%	16	29%	7	29%
Total	59		56		24	
	Capital desarrollo		Capital sustitución		Capital mixto	

Muestra: 139 operaciones

Tipo de inversión

Anexo 11 (continuación)

Matriz 11: Fase de desarrollo/Sector

Inicio	5	6%	8	15%
Crecimiento	48	57%	34	64%
Madurez	31	37%	11	21%
Total	84		53	
	Bienes		Servicios	

Muestra: 137 operaciones

Sector

Matriz 12: Grado de endeudamiento/Fase de desarrollo

Grado de endeudamiento

Alto	1	10%	19	23%	8	20%
Medio	3	30%	34	40%	15	37%
Bajo	6	60%	31	37%	18	44%
Total	10		84		41	
	Inicio		Desarrollo		Madurez	

Muestra: 135 operaciones

Fase de desarrollo

Matriz 13: Grado de endeudamiento/Tipo de inversión

Grado de endeudamiento

Alto	15	28%	8	15%	4	16%
Medio	20	37%	18	33%	13	52%
Bajo	19	35%	28	52%	8	32%
Total	54		54		25	
	Capital desarrollo		Capital sustitución		Capital mixto	

Muestra: 133 operaciones

Tipo de inversión

Matriz 14: Método de valoración/Fase de desarrollo

Método de valoración

Previsional	12	100%	28	39%	13	33%
Histórico	0	0%	12	17%	9	23%
Mixto	0	0%	31	44%	17	44%
Total	12		71		39	
	Inicio		Desarrollo		Madurez	

Muestra: 122 operaciones

Fase de desarrollo

Anexo 11 (continuación)

Matriz 15: Método de valoración/Tipo de operación

Previsional	35	43%	10	31%
Histórico	11	14%	6	19%
Mixto	35	45%	16	50%
Total	81		32	
	«Buy Out» puro		«Management Buy Out»	

Muestra: 113 operaciones

Tipo de operación

Matriz 16: Método de valoración/Tipo de inversión

Método de valoración

Previsional	21	39%	25	48%	7	44%
Histórico	8	15%	10	22%	2	13%
Mixto	25	46%	17	33%	7	44%
Total	54		52		16	
	Capital sustitución		Capital desarrollo		Capital mixto	

Muestra: 122 operaciones

Tipo de inversión

Matriz 17: Método de valoración/Sector

Método de valoración

Previsional	29	40%	21	45%
Histórico	13	18%	7	15%
Mixto	30	42%	19	40%
Total	72		47	
	Bienes		Servicios	

Muestra: 67 operaciones

Sector

Matriz 18.1: Salida/Porcentaje de participación, 1989-1997

Salida

Si	16	36%	6	19%	12	21%
No	29	64%	26	81%	44	79%
Total	45		32		56	
	Mayoritaria > 50%		Minoritaria protegida		Minoritaria simple	

Muestra: 133 operaciones

Porcentaje participación

Anexo 11 (continuación)

Matriz 18.2: Salida/Porcentaje de participación, 1989-1995

Salida

Si	16	46%	6	32%	12	27%
No	19	54%	13	68%	33	73%
Total	35		19		45	
	Mayoritaria >50%		Minoritaria protegida		Minoritaria simple	

Muestra: 99 operaciones

Porcentaje participación

Matriz 19: Salida/Sector

Salida

Si	21	26%	14	28%
No	61	74%	36	72%
Total	82		50	
	Bienes		Servicios	

Muestra: 132 operaciones

Tipo de inversión

Matriz 20: Salida/Tipo de operación

Salida

Si	21	26%	14	28%
No	61	74%	36	72%
Total	82		50	
	«Buy Out»		Operaciones «Management»	

Muestra: 132 operaciones

Tipo de operación

Matriz 21: Salida/Tipo de inversión

Salida

Si	16	30%	11	19%	8	38%
No	38	70%	47	81%	13	62%
Total	54		58		21	
	Capital sustitución		Capital desarrollo		Capital mixto	

Muestra: 133 operaciones

Tipo de inversión

Anexo 11 (continuación)

Matriz 22: Porcentaje de participación/Tipo de inversión

Porcentaje participación

Mayoritaria	13	22%	23	41%	14	56%
Min. + Cláusula	15	26%	9	12%	8	32%
Minoritaria	30	52%	24	43%	3	12%
Total	58		56		25	
	Capital desarrollo		Capital sustitución		Capital mixto	

Muestra: 139 operaciones

Tipo de inversión

Matriz 23: Porcentaje de participación/Tipo de operación

Porcentaje participación

Mayoritaria	28	31%	16	43%
Min. + Cláusula	19	21%	7	19%
Minoritaria	43	48%	14	38%
Total	90		37	
	«Buy Out»		Operaciones «Management»	

Muestra: 127 operaciones

Tipo de operación

Matriz 24: Porcentaje de participación/Coinversión

Porcentaje participación

Mayoritaria	26	47%	24	28%
Min. + Cláusula	10	18%	21	25%
Minoritaria	19	35%	40	47%
Total	55		85	
	Si		No	

Muestra: 140 operaciones

Coinversión

Matriz 25.1: Porcentaje de participación/Fuente de la operación (1)

Porcentaje participación

Mayoritaria	26	34%	6	50%	2	33%	0	0%	2	50%	15	37%
Min. + Cláusula	15	20%	2	17%	1	17%	0	0%	0	0%	11	27%
Minoritaria	35	46%	4	33%	3	50%	1	100%	2	50%	15	37%
Total	76		12		6		1		4		41	
	Empresa familiar		Desinversión filial extranjera		Desinversión filial nacional		Empresa pública		«Spin off»		Otros	

Muestra: 140 operaciones

Fuente de la operación

Anexo 11 (continuación)

Matriz 25.2: Porcentaje de participación/Fuente de la operación (2)

Porcentaje participación

Mayoritaria	26	34%	25	39%
Min. + Cláusula	15	20%	14	22%
Minoritaria	35	46%	25	39%
Total	76		64	
	Empresa familiar		Empresa no familiar	

Muestra: 140 operaciones

Fuente de la operación

Matriz 26: Tipo de operación/Volumen de ventas

Tipo de operación

«Buy Out»	20	30%	12	57%	6	60%	15	83%	28	67%
«Management»	4	17%	9	43%	4	40%	3	17%	14	33%
Total	24		21		10		18		42	
	Menos de 1.000 mll		De 1.000 a 2.000 mll.		De 2.001 a 3.200 mll.		De 3.201 a 5.000 mll		Más de 5.000 mll	

Muestra: 115 operaciones

Volumen de ventas

Matriz 27: Tipo de inversión/Volumen de ventas

Tipo de inversión

Cap. sustitución	9	33%	14	28%	8	80%	4	22%	16	37%
Cap. desarrollo	15	56%	6	26%	1	10%	10	56%	16	37%
Cap. mixto	3	11%	3	13%	1	10%	4	22%	11	26%
Total	27		23		10		18		43	
	Menos de 1.000 mll		De 1.000 a 2.000 mll		De 2.001 a 3.200 mll		De 3.201 a 5.000 mll		Más de 5.000 mll	

Muestra: 121 operaciones

Volumen de ventas

Matriz 28: Salida/Volumen de ventas

Salida

Si	4	15%	4	17%	2	20%	4	22%	14	35%
No	22	85%	19	83%	8	80%	14	78%	26	65%
Total	26		23		10		18		40	
	Menos de 1.00 mll		De 1.000 a 2.000 mll		De 2.001 a 3.200 mll		De 3.201 a 5.000 mll		Más de 5.000 mll	

Muestra: 117 operaciones

Volumen

Anexo 11 (continuación)

Matriz 29: Fase de desarrollo/Volumen de ventas

Fase de desarrollo

Inicio	5	18%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Crecimiento	18	64%	15	65%	6	60%	15	88%	25	57%
Madurez	5	18%	8	35%	4	40%	2	12%	19	43%
Total	28		23		10		17		44	
	Menos de 1.000 mll		De 1.000 a 2.000 mll		De 2.001 a 3.200 mll		De 3.201 a 5.000 mll		Más de 5.000 mll	

Muestra: 122 operaciones

Volumen de ventas

Matriz 30: Duración de la negociación

Menos de tres meses	29	21%
De tres a seis meses	63	45%
Más de seis meses	48	34%

Muestra: 140 operaciones

Matriz 31: Tipo de financiación/Tipo de operación

Tipo de financiación

Solo capital	59	69%	24	62%
Capital/Deuda	27	31%	15	38%
Total	86		39	
	«Buy Out»		Operaciones «management»	

Muestra: 125 operaciones

Tipo de operación

Matriz 32: Tipo de financiación/Tipo de inversión

Tipo de financiación

Solo capital	32	56%	43	74%	16	70%
Capital/Deuda	25	44%	15	26%	7	30%
Total	57		58		23	
	Capital sustitución		Capital desarrollo		Capital mixto	

Muestra: 138 operaciones

Tipo de inversión

Anexo 11 (continuación)

Matriz 33: Tipo de financiación/Fase de desarrollo

Tipo de financiación

Sólo capital	10	83%	56	67%	20	50%
Capital/deuda	2	17%	27	33%	20	50%
Total	12		83		40	
	Inicio		Crecimiento		Madurez	

Muestra: 135 operaciones

Fase de desarrollo

Matriz 34: Tipo de financiación/Volumen de ventas

Tipo de financiación

Sólo capital	14	50%	13	59%	7	70%	15	79%	26	65%
Capital + deuda	14	50%	9	41%	3	30%	4	21%	14	35%
Total	28		22		10		19		40	
	Menos de 1.000 mll		De 1.000 a 2.000 mll		De 2.001 a 3.200 mll		De 3.201 a 5.000 mll		Más de 5.000 mll	

Muestra: 119 operaciones

Matriz 35: Número de operaciones/Año

	Total	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Volumen	140	8	15	8	20	10	23	23	22	11
Porcentaje operaciones	100%	6%	11%	6%	14%	7%	16%	16%	275%	73%

Muestra: 140 operaciones

Matriz 36: Tipo de operación/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
«Buy-Outs»	8 100%	14 93%	4 50%	12 60%	6 60%	12 52%	13 57%	15 68%	6 60%
«Management»	0 0%	1 7%	4 50%	8 40%	3 30%	11 48%	4 17%	5 23%	2 20%
«Deleveradge»	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	1 10%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%
«LBO»	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	2 9%	0 0%	0 0%
«Turnaround»	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	1 4%	0 0%	1 10%
«Start up»	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	3 13%	2 9%	1 10%
Total	8	15	8	20	10	23	23	22	10

Muestra: 139 operaciones

Matriz 37: Tipo de inversión/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Cap. sustitución	1 12%	6 43%	5 62%	11 57%	4 40%	7 32%	11 48%	7 32%	4 40%
Cap. desarrollo	4 50%	6 43%	3 38%	6 32%	6 60%	8 36%	8 35%	10 45%	6 60%
Cap. mixto	3 38%	2 14%	0 0%	2 11%	0 0%	7 32%	4 17%	5 23%	0 0%
Total	8	14	8	19	10	22	23	22	10

Muestra: 136 operaciones

Anexo 11 (continuación)

Matriz 38: Porcentaje de participación/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Mayoritaria	4 50%	9 64%	3 38%	5 26%	1 10%	8 36%	9 39%	8 36%	2 20%
Min. + Cláusula	1 12%	1 7%	2 25%	1 5%	3 30%	3 14%	8 35%	8 36%	3 30%
Minoritaria	3 38%	4 29%	3 38%	13 69%	6 60%	11 50%	6 26%	6 27%	5 50%
Total	8	14	8	19	10	22	23	22	10

Muestra: 136 operaciones

Matriz 39: Salida/Año

	Total	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Si	35 75%	7 75%	9 60%	5 63%	5 26%	0 0%	5 26%	4 20%	0 0%	0 0%
No	98 74%	3 30%	6 40%	3 38%	14 69%	9 100%	14 74%	16 80%	22 100%	11 100%
Total	133	10	15	8	19	9	19	20	22	11

Muestra: 133 operaciones

Matriz 40: Sector/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Bienes	8 80%	9 60%	7 88%	10 53%	7 70%	12 57%	13 59%	13 62%	6 60%
Servicios	2 20%	6 40%	1 13%	9 47%	3 30%	9 43%	9 41%	8 38%	4 40%
Total	10 100%	15 100%	8 100%	19 100%	10 100%	21 100%	22 100%	21 100%	10 100%

Muestra: 136 operaciones

Anexo 11 (continuación)

Matriz 41: ¿Cómo comienza la operación

Por intermediario financiero	58	41%
Contacto directo del socio financiero	49	34%
El equipo directivo se pone en contacto con el inversor	19	13%
Otros	17	12%
Muestra	143	100%

Matriz 42: Fase de desarrollo/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Inicio	0 12%	0 0%	0 62%	0 57%	0 0%	2 9%	4 17%	3 14%	2 18%
Crecimiento	4 67%	9 60%	4 50%	12 63%	9 90%	14 64%	12 50%	12 55%	8 73%
Madurez	2 33%	6 40%	4 50%	7 37%	1 10%	6 27%	8 33%	7 32%	1 9%
Total	6	15	8	19	10	22	24	22	11

Muestra: 137 operaciones

Matriz 43: Coinversión/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Si	5 75%	4 29%	4 50%	8 42%	5 50%	9 41%	10 43%	5 23%	3 27%
No	3 38%	10 71%	4 50%	11 69%	5 50%	13 59%	13 57%	17 77%	8 73%
Total	8	14	8	19	10	22	23	22	11

Muestra: 137 operaciones

Matriz 44: Grado de endeudamiento/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Bajo	5 12%	9 60%	4 62%	8 57%	2 20%	4 18%	10 48%	9 45%	5 45%
Medio	2 29%	5 33%	3 43%	7 39%	4 40%	12 55%	9 43%	5 25%	2 18%
Alto	0 0%	1 7%	0 0%	3 17%	4 40%	6 27%	2 10%	6 30%	4 36%
Total	7	15	7	18	10	22	21	20	11

Muestra: 131 operaciones

Matriz 45: Método de valoración/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Total
Previsional	0 12%	6 43%	1 62%	6 57%	3 38%	7 50%	13 59%	8 38%	6 60%	50 42%
Histórico	1 17%	2 14%	2 25%	3 18%	2 25%	1 7%	4 18%	4 19%	1 10%	20 17%
Mixto	5 83%	6 43%	5 63%	8 47%	3 38%	6 43%	5 23%	9 43%	3 30%	50 42%
Total	6	14	8	17	8	14	22	21	10	120

Muestra: 120 operaciones

Matriz 46: Fuente de las operaciones/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Emp. familiar	7 88%	8 53%	4 50%	12 63%	5 50%	9 43%	12 55%	15 68%	6 55%
Des. filial ext.	0 0%	0 0%	2 25%	1 5%	0 0%	3 14%	2 9%	1 5%	2 18%
Des. filial nac.	0 0%	1 7%	0 0%	0 0%	0 0%	2 10%	1 5%	0 0%	1 9%
Emp. pública	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%
«Spin off»	0 0%	0 0%	1 13%	0 0%	0 0%	0 0%	1 5%	1 5%	0 0%
Otros	1 13%	6 40%	1 13%	6 32%	5 50%	7 12%	6 27%	5 23%	2 18%
Total	8	15	8	19	10	21	22	22	11

Muestra: 136 operaciones

Anexo 11 (continuación)

Matriz 47: Tipo de financiación/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Capital	7 88%	7 47%	4 50%	8 42%	5 50%	9 41%	14 61%	14 67%	6 55%
Capital/Deuda	1 12%	8 53%	4 50%	11 58%	5 50%	13 59%	9 39%	7 33%	5 45%
Total	8	15	8	19	10	22	23	21	11

Muestra: 105 operaciones

Matriz 48: Factores relevantes de decisión/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Precio	0 0%	0 0%	0 0%	1 5%	0 0%	0 0%	1 5%	2 9%	1 9%
Calidad eq. direct.	0 0%	3 20%	0 0%	1 5%	0 0%	1 5%	1 0%	3 0%	0 0%
Negocio en si	3 60%	4 27%	1 13%	4 21%	2 20%	4 18%	7 32%	7 32%	3 27%
Otros	0 0%	0 0%	1 13%	0 0%	0 0%	1 5%	0 0%	0 0%	1 9%
Varios	2 40%	8 53%	6 75%	13 68%	8 80%	16 73%	13 59%	10 45%	6 55%
Total	5	15	8	19	10	22	22	22	11

Muestra: 134 operaciones

Matriz 49: Volumen de ventas/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Menos de 1.000	1 11%	5 38%	0 0%	6 38%	1 11%	5 26%	3 18%	3 15%	4 40%
De 1.001 a 2.000	1 11%	1 8%	3 38%	5 31%	1 11%	3 16%	3 18%	6 30%	0 0%
De 2.001 a 3.200	0 0%	2 15%	0 0%	0 0%	3 33%	1 5%	2 12%	2 10%	0 0%
De 3.201 a 5.000	4 44%	2 15%	0 0%	3 19%	1 11%	4 21%	2 12%	2 10%	1 10%
Más de 5.000	3 33%	3 23%	5 63%	2 13%	3 33%	6 32%	7 41%	7 35%	5 50%
Total	9 100%	13 100%	8 100%	16 100%	9 100%	19 100%	17 100%	20 100%	10 100%

Muestra: 121 operaciones

Matriz 50.1: Año/Sector**Año**

1990	6	7%	2	4%
1990	9	11%	6	15%
1991	7	8%	1	2%
1992	10	12%	9	18%
1993	7	8%	3	6%
1994	12	14%	8	28%
1995	13	16%	9	18%
1996	13	16%	8	16%
1997	6	7%	4	8%
Total	83		50	
	Bienes		Servicios	

Matriz 50.2: Sector/Año

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Bienes	7 70%	9 60%	7 88%	10 53%	7 70%	12 60%	13 59%	13 87%	6 60%
Servicios	3 11%	6 11%	1 11%	9 11%	3 11%	8 11%	9 11%	2 11%	4 11%
Total	10	15	8	19	10	20	22	15	10

Muestra: 104 operaciones

Anexo 11 (continuación)

Matriz 51: Valor/Tipo de operación**Valor**

Si	51	76%	28	85%
No	16	24%	5	15%
Total	67		33	
	«Buy Out» puro		«Management Buy Out»	

Muestra: 100 operaciones

Tipo de operaciones

Matriz 52: Valor/Tipo de inversión**Valor**

Si	37	82%	20	61%	16	80%
No	8	18%	13	39%	4	20%
Total	45		33		20	
	Capital sustitución		Capital desarrollo		Capital mixto	

Muestra: 98 operaciones

Tipo de inversión

Matriz 53: Valor/Porcentaje de participación**Valor**

Si	26	70%	21	88%	39	78%
No	11	30%	3	13%	11	22%
Total	37		24		50	
	Mayoritaria		Min. + Cláusula		Minoritaria	

Muestra: 111 operaciones

Porcentaje participación

Matriz 54: Valor/Salida**Valor**

Si	24	73%	63	83%
No	9	27%	13	17%
Total	33		76	
	Si		No	

Muestra: 109 operaciones

Salida

Anexo 11 (continuación)

Matriz 55: Valor/Coinversión**Valor**

Si	35	76%	52	79%
No	11	24%	14	21%
Total	46		66	
	Si		No	

Muestra: 112 operaciones

Coinversión

Matriz 56: Valor/Posición en el mercado**Valor**

Si	54	79%	20	63%	20	77%
No	14	21%	12	37%	6	23%
Total	68		32		26	
	Liderazgo		Intermedia		Minoritaria	

Muestra: 126 operaciones

Posición en el mercado

Matriz 57: Valor/Fase de desarrollo**Valor**

Si	8	62%	54	78%	27	84%
No	5	0%	15	22%	5	16%
Total	13		69		32	
	Inicio		Crecimiento		Madurez	

Muestra: 114 operaciones

Fase de desarrollo

Matriz 58: Valor/Fuente de las operaciones**Valor**

Si	48	79%	10	91%	2	67%	0	0%	0	0%	2	67%	31	86%
No	13	21%	1	9%	1	33%	0	0%	1	100%	1	33%	5	14%
Total	61		11		3		0		1		3		36	
	Compañía familiar		Desinvers. filial extr.		Desinvers. filial nac.		Empresa pública		Nueva creación		«Spin off»		Otros	

Muestra: 114 operaciones

Fuente de las operaciones

Anexo 11 (continuación)

Matriz 59: Valor/Grado de endeudamiento**Valor**

Si	32	78%	30	71%	22	92%
No	9	22%	12	29%	2	8%
Total	41		42		24	
	Bajo		Medio		Alto	

Muestra: 107 operaciones

Grado de endeudamiento

Matriz 60: Valor/Tipo de financiación**Valor**

Si	56	82%	30	75%
No	12	18%	10	25%
Total	68		40	
	100% Capital		Capital + deuda	

Muestra: 108 operaciones

Tipo de financiación

Matriz 61: Valor/Método de valoración**Valor**

Si	30	75%	16	89%	31	86%
No	10	25%	2	11%	5	14%
Total	40		18		36	
	Previsional		Histórico		Mixto	

Muestra: 94 operaciones

Método de valoración

Matriz 62: Factores relevantes/Valor**Factores relevantes**

Precio	6	7%	1	4%
Calidad eq. direct.	6	7%	0	0%
Negocio en sí	14	16%	14	56%
Otros	3	3%	0	0%
Varios	59	67%	10	40%
Total	88		25	
	Si		No	

Muestra: 113 operaciones

Valor

Anexo 11 (continuación)

Matriz 63: Valor/Volumen de ventas**Valor**

Si	21	64%	19	79%	6	60%	9	64%	30	81%
No	12	36%	5	21%	4	40%	5	36%	7	19%
Total	33		24		10		14		37	
	Menos de 1.000 mll		De 1.000 a 2.000 mll		De 2.001 a 3.200 mll		De 3.201 a 5.000 mll		Más de 5.000 mll	

Muestra: 118 operaciones

Volumen de ventas

Matriz 64: Valor/Sector**Valor**

Si	51	77%	34	77%
No	15	23%	10	23%
Total	66		44	
	Bienes		Servicios	

Muestra: 110 operaciones

Matriz 65: Salida/Tipo de financiación

Si	24	23%	7	14%
No	61	77%	38	86%
Total	85		45	
	100% Capital		Capital + deuda	

Muestra: 130 operaciones

Tipo de financiación

Matriz 66: Número años de inversión en las operaciones desinvertidas/Año

Nº años de inversión

Año desinversión

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
1 año	0 0%	2 22%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%
2-3 años	8 62%	2 22%	2 29%	5 63%	1 100%	3 100%	0 0%	0 0%	0 0%
4-5 años	4 31%	2 22%	4 57%	3 38%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%
> 5 años	1 8%	3 33%	1 14%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%	0 0%
Total	13	9	7	8	1	3	0	0	0

Muestra: 38 operaciones

Matriz 67: Volumen de ventas de las empresas estudiadas

En millones	Empresas	Porcentaje	Acumulado
Menos de 1.000	31	26%	26%
De 1.001 a 2.000	22	19%	45%
De 2.001 a 3.200	8	7%	52%
De 3.201 a 5.000	16	14%	65%
Más de 5.0000	41	35%	100%
Total	118	100%	

Anexo 11 (continuación)

Matriz 68: Beneficio antes de intereses e impuestos

	Nº absoluto	Porcentaje	Acumulado
Pérdidas	13	13%	13%
De 1 a 100 mll	18	18%	32%
De 101 a 250 mll	20	20%	52%
De 251 a 500 mll	19	19%	71%
De 501 a 1.000 mll	15	15%	87%
Más de 1.000 mll	13	13%	100%
Total	98	100%	

Muestra: 98 operaciones

Matriz 69: Beneficio neto

	Nº absoluto	Porcentaje	Acumulado
Pérdidas	19	18%	18%
De 1 a 100 mll	34	32%	50%
De 101 a 250 mll	22	21%	71%
De 251 a 500 mll	19	18%	89%
De 501 a 1.000 mll	8	8%	96%
Más de 1.000 mll	4	4%	100%
Total	106	100%	

Muestra: 106 operaciones

Matriz 70: Número de empleados

Empleados	Empresas	Porcentaje	Acumulado
Menos de 250	82	68%	68%
De 251 a 500	24	20%	88%
Más de 500	14	12%	100%
Total	120	100%	

Muestra: 120 operaciones

Matriz 71: Activo total

	Empresas	Porcentaje
Hasta 4.320	47	64%
Más de 4.320	27	36%
Total	74	100%

Muestra: 74 operaciones

Bibliografía

- «A guide to Venture Capital», British Venture Capital Association, mayo de 1996.
- Alcalá Olid, F., «El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación», Ed. Civitas, Madrid, 1995.
- Ballarín, E., J. Canals y P. Fernández, «Fusiones y adquisiciones de empresas: un enfoque integrador», Alianza Economía, Alianza Editorial, Madrid, 1994, págs. 73-97.
- Baker, G.P. y K.H. Wruck, «Lessons from a middle market LBO: the case of O.M. Scott», *Journal of Applied Corporate Finance*, págs. 46-58.
- Bhide, A., «¿Por qué no apalancar al máximo su empresa?», *Harvard-Deusto Business Review*, primer trimestre de 1989, págs. 105-114.
- *Boletín de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*, ASCRI, nº 6, Madrid, otoño de 1990.
- *Boletín de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*, ASCRI, nº 7, Madrid, invierno de 1991.
- *Boletín de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*, ASCRI, nº 8, Madrid, primavera-verano de 1991.
- *Boletín de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*, ASCRI, nº 9, Madrid, otoño de 1991.
- *Boletín de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*, ASCRI, nº 10, Madrid, invierno de 1992.
- *Boletín de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*, ASCRI, nº 11, Madrid, primavera de 1992.
- *Boletín de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*, ASCRI, número 12, Madrid, otoño de 1992.
- *Boletín de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*, ASCRI, nº 13, Madrid, primavera-verano de 1993.
- *Boletín de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*, ASCRI, nº 14, Madrid, invierno de 1994.
- *Boletín de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo*, ASCRI, nº 15, Madrid, otoño de 1994.
- Bruner, R.F. y L., Sharp Paine, «Management Buyouts and Managerial Ethics», *California Management Review*, invierno de 1988, págs. 89-106.
- «Descripción del proyecto EASDAQ», European Association of Securities Dealers Automated Quotation, Bruselas, 1995.

- Díez De Castro, L. y J., Mascareñas, «Ingeniería financiera. La gestión en los mercados internacionales», Mc Graw-Hill, págs. 395-397 y 407-445.
- «El capital riesgo en España 1994-1995», Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa, 1996.
- «El mercado europeo de PYMES: proyecto EASDAQ», *Revista de la Bolsa de Madrid*, nº 32, abril de 1995, págs. 8-9.
- European Venture Capital Association y Deloitte, Haskins & Sells, «Captación de capital riesgo por la PYME», IMPI, págs. 17-97.
- «EVCA yearbook», Vanden Broele Int., Bélgica, 1997. «EVCA yearbook», Vanden Broele Int., Bélgica, 1995. «EVCA yearbook», Vanden Broele Int., Bélgica, 1993.
- Fernández, P., «Varios métodos de valoración de empresas», División de Investigación del IESE, Nota técnica 0-259-016, FN-350, octubre de 1994.
- Gallo, M.A. y C. García Pont, «La empresa familiar en la economía española», División de Investigación del IESE, documento de investigación nº 143, octubre de 1988.
- Gant, J., «The difficult deals will be the good deals», *Acquisitions Monthly*, marzo de 1995, págs. 4-10.
- Giroud, B., «The venture capital contribution», Schroder Ventures, Francia, septiembre de 1996.
- «La financiación de la pequeña y mediana empresa», *Revista de la Bolsa de Madrid*, nº 32, abril de 1995, págs. 4-7.
- Loizaga, J.M., «Introducción al “Buy Out”», Asociación para el progreso de la dirección, noviembre de 1988.
- Loizaga, J.M., «Leveraged Buy Outs», conferencia, Euroforum, El Escorial, noviembre de 1988.
- López Quesada, J., «Ponencia sobre la financiación de los “buy-outs”», 27 de marzo de 1990.
- Lorenz, T., «Venture Capital today. A practical guide to the Venture Capital Market», Woohed-Faulkner, Cambridge, 1995.
- «Los mercados y las PYMES», *Revista de la Bolsa de Madrid*, nº 32, abril de 1995, pág. 3.
- Martí Pellon, J. y A., Gay Puente, «El mercado español de operaciones de alto apalancamiento», *Actualidad Financiera*, nº 7, marzo de 1994, págs. 175-199.
- Mascareñas, J., «Fusiones y adquisiciones de empresas», Mc Graw-Hill, 1993, págs. 137-171.

- Ruiz de Alegría, J., «Una nota sobre “Leveraged Buy Outs”, *Boletín de Estudios Económicos*, vol. XLIII, nº 135, diciembre de 1988, págs. 469-474.
- Sanz Santolaria, C.J., «La valoración de empresas que no cotizan en bolsa», *Actualidad Financiera*, nº 48, diciembre de 1991, págs. 829-889.
- Sarasa, J.A., «Adquisiciones y enajenaciones por las instituciones de capital-riesgo», capítulo 2 del libro «Adquisición de sociedades no cotizadas», Ediciones Deusto, Bilbao, 1994, págs. 186-207.
- «Spain», *Acquisitions Monthly*, abril de 1995, págs. 10-35.
- Wrihgt, M. y K., Robbie «Spain begins to recover», *Acquisitions Monthly*, marzo de 1995, págs. 55-56.
- Zurita, M. y E. Martín, «El capital de desarrollo», Mercapital, Círculo de Empresarios, monografía nº1, diciembre de 1995.
- Martí Pellón, José, “El capital inversión en España 1996”, Biblioteca Civitas Economía y empresa, colección economía, Editorial Civitas, 1997.

IESE**DOCUMENTOS DE INVESTIGACION - RESEARCH PAPERS**

No.	TITULO	AUTOR
D/ 315	Divisas. Evolución y análisis de tipos de cambio (1980-1995). Mayo 1996, 38 Págs.	Fernández P. Ariño M.A.
D/ 316	La primacía de la persona en el diseño de organizaciones empresariales. Mayo 1996, 14 Págs.	Melé D.
D/ 317	Popular business media: The missing link in business knowledge diffusion. An exploratory study. June 1996, 24 Pages	Mazza C.
D/ 318	Proyecto Eurocash 94. Análisis comparado de la gestión de tesorería en las empresas españolas y europeas. Julio 1996, 47 Págs.	Santomá J.
D/ 319	Reflexiones en torno a la investigación social. Julio 1996, 45 Págs.	Alvarez de Mon S.
D/ 320	Financial intermediaries and capital markets: An international perspective. July 1996, 45 Pages	Canals J.
D/ 321	Universal Banks: The need for corporate renewal. July 1996, 31 Pages	Canals J.
D/ 322	Las empresas familiares de gran tamaño del sector español de alimentación y bebidas. Julio 1996, 37 Págs.	Gallo M.A. Cappuyns K. Vilaseca A.
D/ 323	La infraestructura ética del mercado en los países poscomunistas. Un enfoque sistémico desde la experiencia de las economías occidentales. Julio 1996, 22 Págs.	Argandoña A.
D/ 324	La economía y la teoría de la acción humana. Julio 1996, 18 Págs.	Argandoña A.

IESE**DOCUMENTOS DE INVESTIGACION - RESEARCH PAPERS**

No.	TITULO	AUTOR
D/ 324 BIS	Economics and the theory of human behaviour. July 1996, 18 Pages	Argandoña A.
D/ 325	Los factores determinantes en la política de cobertura de las empresas europeas. Septiembre 1996, 56 Págs.	Rahnema A.
D/ 326	The 1996 ICC report on extortion and bribery in business transactions. October 1996, 17 Pages	Argandoña A.
D/ 327	Mejora ética de directivos y empleados: ¿Qué puede hacer el gobierno de la empresa? Octubre 1996, 13 Págs.	Melé D.
D/ 328	Network Analysis and Corporate Alliances. October 1996, 30 Pages	García Pont C.
D/ 329	El comportamiento cooperativo en los acuerdos de colaboración inter-empresarial en el sector español de servicios financieros: Una perspectiva economico-relacional. Octubre 1996, 35 Págs.	Ariño A.
D/ 330	Estrategia medioambiental: Análisis de los principales factores y fuerzas medioambientales. Noviembre 1996, 39 Págs.	Rodríguez M.A. Ricart J.E.
D/ 331	Aspectos distintivos del «brand equity» en marcas percibidas como locales y como globales. Enero 1997, 211 Págs.	Garolera J.
D/ 332	El Estado y la prestación de servicios públicos: El caso de las telecomunicaciones Enero 1997, 23 Págs.	Gual J.
D/ 333	El estado del bienestar: ¿Crisis económica o crisis ética? Enero 1997, 16 Págs.	Argandoña A.