



Refinanciación de una empresa: partes intervinientes

Autor/a

Julio Bermúdez Madrigal

Abogado en Garrigues

***REVISTA LEX
MERCATORIA.***

Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación

RLM nº5 | Año 2017

Artículo nº 2

Páginas 7-10

revistalexmercatoria.umh.es

ISSN 2445-0936

1. Introducción

En los años de bonanza económica, gran parte del tejido empresarial español se encontró con la necesidad de afrontar el crecimiento adentrándose en nuevos negocios. Básicamente, los beneficios empresariales se reinvertían en el crecimiento de la actividad empresarial en cuestión, en el desarrollo de

nuevas actividades o en la adquisición de activos inmobiliarios.

No obstante, la crisis económica ha hecho que muchas sociedades estén replanteándose si dichas actuaciones o la forma en que fueron ejecutadas siguen siendo óptimas ante el nuevo escenario económico. Así, en la práctica podemos encontrarnos con empresas que han aglutinado todo su crecimiento y di-

versificación de actividades en la misma sociedad, de tal forma que todos los activos de la empresa, tanto los afectos a los distintos negocios, como los no afectos podrían responder ante cualquier riesgo que se ponga de manifiesto, pudiendo resultar conveniente separar o diversificar los riesgos y los activos. También hay operadores que buscan aliados estratégicos con los que acometer conjuntamente bien las actividades tradicionales, bien nuevos proyectos; o con empresas que precisan de socios financieros que aporten el capital necesario para mantener o impulsar dichas actividades.

Otro supuesto frecuente es el de grupos empresariales que pretenden simplificar su estructura societaria, minimizando el número de sociedades del grupo al objeto de racionalizar las actividades y reducir costes económicos y administrativos. Y, en cualquier caso, un objetivo que debería estar presente es encontrar una estructura empresarial/societaria que optimice la situación fiscal y legal de las sociedades involucradas. Como vemos, hay muchos caminos; en el presente artículo vamos a analizar la reestructuración financiera.

El término de apalancamiento financiero evoca aquellas reestructuraciones financieras que consisten en un notable incremento de los recursos ajenos de la empresa, generalmente bajo forma de endeudamiento bancario aunque también puede ser a través de emisiones de bonos u otros instrumentos.

La fórmula más definida de apalancamiento puede encontrarse en las operaciones de financiación de adquisiciones empresariales, conocidas precisamente como compras o adquisiciones apalancadas siguiendo las fórmulas inglesas de *“leveraged buy-out”* y *“leverage finance”*. Básicamente consiste en la ad-

quisición del capital de otra sociedad o negocio financiando la mayor parte del precio con préstamos estructurados para esta precisa finalidad, y cuya amortización y pago de intereses (servicio de la deuda) se prevé afrontar única o principalmente con el flujo de caja a generar por la sociedad o empresa adquirida combinado en ocasiones con el producto de la enajenación de parte de sus activos. Casi invariablemente, la responsabilidad del prestatario se ciñe a la propia empresa adquirida de modo que el resto de su patrimonio queda fuera del alcance de los financiadores y ello a través de la técnica de la utilización de una sociedad vehículo para la adquisición, especialmente creada o concebida para ello.

Esta operación de financiación está al servicio de una operación principal con sustantividad propia, el cambio de manos de la empresa o sociedad objeto, y por lo tanto no es una reestructuración estricta o exclusivamente financiera.

2. *El contexto empresarial*

La financiación de adquisiciones, como disciplina, no es concebible sin el desarrollo del capital riesgo (*“private equity”*) en Estados Unidos y Europa y, progresivamente en las restantes economías desarrolladas y en las emergentes, a partir de los años ochenta del siglo pasado. Muchas de las entidades de capital riesgo (conocidas sobre todo como “fondos” de capital riesgo por su frecuente naturaleza en tanto que vehículos de inversión colectiva ofrecidos a inversores institucionales bajo la gestión de equipos de profesionales que captan y agrupan los fondos así comprometidos) se dedican precisamente a adquirir empresas consolidadas o en expansión para

ayudar en su gestión y enajenarlas posteriormente a compradores industriales con vocación de permanencia o a otros inversores financieros. Ahora bien, para maximizar la rentabilidad del capital invertido, estos “fondos” compradores suelen acudir a financiadores especializados dispuestos a aportar financiación externa en proporciones que pueden alcanzar el 80% de importe total de la inversión. El interés a pagar a estos financiadores, aun siendo más alto que el que pide el mercado en otro tipo de financiaciones, es obviamente más bajo que los rendimientos esperados de la empresa adquirida y, al ser tan alta la proporción de deuda frente a la de capital invertido, la rentabilidad residual de éste es mucho mayor. Esto es así siempre y cuando la empresa alcance las proyecciones esperadas ya que, en caso de malos resultados, la misma estructura financiera provoca la pérdida casi segura de todo el capital invertido. Es por ello que este tipo de estructuras solo son aplicables a la compra de empresas suficientemente consolidadas y con perspectivas fundadas de mantenimiento o crecimiento de sus resultados. La ya citada crisis económica ha reducido en cierta medida las grandes operaciones de este tipo.

3. Partes intervinientes y su papel en la refinanciación

El elenco de partes intervinientes suele comprender:

- **Los promotores de la adquisición**, es decir el comprador industrial o los inversores financieros, en cuyo caso éstos suelen ofrecer una parte de la inversión al equipo de profesionales que luego se hará cargo de la gestión de la empresa comprada, vengán ya traba-

jando en ella o se incorporen al proyecto desde fuera. Se conocen como “*Management Buy-Outs*” o “*MBO*” las compras apalancadas organizadas por los ejecutivos de la empresa comprada u organizadas por el fondo comprador con su ayuda; a su vez se conoce como “*Management Buy-In*” o “*MBI*” la variante en virtud de la cual los ejecutivos son externos a la empresa y se incorporan al proyecto en atención a su experiencia sectorial. La operación que combina ambas modalidades se conoce como “*BIMBO*”. Existen también casos en los que compradores industriales y financieros se unen.

- **La parte vendedora** que, puede a veces participar en la propia financiación de la operación.
- **La parte financiadora**: se trata en casi todos los casos de entidades de crédito que incluyen entre su actividad de banca de empresas la realización de este tipo de operaciones a través de divisiones especializadas. En operaciones de cierto volumen, los financiadores de una misma operación comprenden dos y a veces tres categorías, en atención al nivel de subordinación y a los términos y condiciones de sus préstamos. Pueden coexistir así un grupo de bancos y cajas, organizado en sindicato por una entidad directora y administrado por el correspondiente agente, como ocurre en muchos otros tipos de financiaciones sindicadas, que otorgan el préstamo de primer rango o “*senior*” y otras entidades, a veces también bancarias aunque se suele tratar de fondos especializados (Se conocen como “*mezzanine funds*” estos fondos especializados en financiación subordinada de alto coste para adquisición de empresas; estos fondos, a la vez que prestan, sue-

len adquirir del financiado figuradamente unas opciones gratuitas de adquisición de acciones o “warrants” que ejercitan si el negocio comprado realmente adquiere valor, aumentando con ello el éxito de su inversión), que otorgan financiación adicional “junior” hasta completar el apalancamiento total con carácter subordinado al de los bancos “senior”. Veremos más adelante con más detalle estas reglas de subordinación y sus implicaciones. El tramo subordinado, en las grandes adquisiciones de dimensión internacional, puede venir constituido por una emisión de bonos (frecuentemente llamados de “alta rentabilidad” o “high yield”), asegurados por una entidad financiera y colocados entre inversores institucionales. Estos bonos suelen negociarse en mercados organizados y de liquidez relativa.

- **La sociedad vehículo para la compra** cuyo capital fundacional será suscrito por los promotores y que adquirirá las acciones o participaciones de la compañía objeto de la operación a la vez que será parte de los contratos de préstamo con los financiadores. Suele denominarse sociedad compradora, sociedad adquirente o sociedad vehículo. En las estructuras más complejas, en particular aquellas en las que haya emisión de bonos de adquisición, suele crearse otro vehículo adicional para el fin exclusivo de que sea el emisor de los bonos y subordinar así estructuralmente a los bonistas respecto de los bancos “senior”. La creación de la sociedad (o sociedades) vehículo, que no tendrá otros bienes ni derechos ni desarrollará actividades distintas de la adquisición y tenencia de la empresa adquirida, responde a la finalidad primordial ya

mencionada de limitar cualquier responsabilidad derivada de la financiación a las acciones o participaciones compradas e, indirectamente, a los activos y rendimientos de la empresa subyacente. Se recurre así a la técnica de la personificación societaria y a la responsabilidad limitada al capital social para evitar que los promotores comprometan el resto de su patrimonio en la operación. Siendo este hecho conocido y aceptado por los financiadores, pocas dudas cabrán sobre la validez y eficacia de esta limitación legal de responsabilidad, que en modo alguno podrá ser tachada de fraudulenta, sin que pueda verse perturbada por pretensiones de levantamiento del velo societario por parte de los propios acreedores financieros eventualmente insatisfechos en sus créditos

- Por último, encontramos **a la propia compañía adquirida y sus filiales**, si las tiene, lo cual es frecuente si la empresa desarrolla diversas líneas de negocio o ha entrado en fase de internacionalización. Se le suele conocer como la compañía operativa ya que es la que desarrolla normalmente actividades empresariales.