

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN

Las operaciones de fusiones y adquisiciones, al mismo tiempo que proporcionan grandes oportunidades, presentan riesgos muy importantes.

Por una parte, pueden aumentar el rendimiento financiero y el valor de la acción en el precio, pero también pueden representar costosos fracasos y penalizar seriamente el futuro de la empresa.

Cualquiera que sea la situación, tanto la dirección de la empresa como sus accionistas pueden beneficiarse de la opinión de expertos profesionales en la Banca de Inversión que tienen una larga experiencia en la dinámica de las operaciones de fusión y adquisición.

A continuación daremos un repaso general a las principales funciones de los bancos de inversión en los procesos de fusión, adquisición y escisión, para más adelante centrarnos detenidamente en lo más significativo.

EL PAPEL DE LOS BANCOS DE INVERSIÓN

El papel de los bancos de inversión (también llamados *investment bank* en los Estados Unidos o *merchant bank* en Gran Bretaña), se puede concretar en cinco puntos (aunque más adelante nos extenderemos ampliamente sobre ellos) :

- Señalar las oportunidades que observa a través de su red.
 - Proporcionar un asesoramiento objetivo.
 - Negociar el precio y las condiciones de pago.
 - Asesorar sobre cuestiones legales.
 - Coordinar a los otros asesores.
- Dependiendo de las necesidades del cliente, el banco de inversión puede comenzar asesorando sobre la forma de vincularse formalmente con otra empresa, lo que no tiene porqué implicar necesariamente un proceso de fusión o adquisición; o aconsejando una escisión por parte de la compañía si ello fuese lo mejor para ella.

En otras ocasiones, el primer paso consiste en la búsqueda y selección de los posibles candidatos, lo que implica asegurar de la mejor forma posible la confidencialidad debido a la sensibilidad del tema tratado.

- Una vez decidida la forma de vincularse e investigado los posibles candidatos, se procede a realizar un gran número de análisis, tales como la valoración de las sinergias que se pueden lograr, así como las áreas de debilidad o de responsabilidad de cada empresa, para ello será necesario rodearse de un nutrido y amplio grupo de asesores externos como abogados, expertos en fiscalidad, contables...
- Posteriormente, aconsejará sobre la forma de llevar a cabo la operación, teniendo un especial cuidado con los aspectos fiscales de la misma.

Ello llevará a la negociación de las condiciones definitivas de la fusión, donde el banco se encargará de las cuestiones más controvertidas con objeto de asegurarse que se mantiene en todo momento una

relación amistosa entre ambas partes. Entre estas cuestiones está el precio de compra y las condiciones de la misma (forma de pago en acciones, dinero...).

- Una vez ambos equipos directivos están de acuerdo en el trato, el banco preparará el anuncio de la fusión a los empleados, accionistas, clientes, proveedores, analistas económico-financieros y a la prensa.

En dicho anuncio, entre otras cosas, se hace mención al adecuado fondo de rotación del nuevo grupo puesto que, sobre todo si la operación se realiza con dinero líquido, el mercado de valores buscará asegurarse a través del banco de inversión de que existen las garantías adecuadas para llevarla a buen puerto.

- Esta función de aseguramiento lleva consigo que el banco está de acuerdo en proporcionar a los accionistas de la empresa objetivo el dinero prometido por la adquirente a cambio de sus acciones.

El riesgo radica en que el valor de mercado de dichos títulos descienda, por ello la recompensa de los aseguradores es una comisión calculada en función de la cantidad cubierta.

- En resumen, las funciones que puede desempeñar un banco de inversión son: asesoramiento, aseguramiento (y mantenimiento, en su caso) e intermediación.
- Como ejemplo de bancos de inversión internacionales tenemos: Rothschild, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Salomon Brothers, Goldman Sachs, Schroders, UBS Warburg, Lehman Brothers, Citigroup, JP Morgan...
- En el panorama español: Santander Central Hispano Investment,

COMISIONES

Parece obvio destacar que el trabajo realizado por el banco de inversión merece una compensación, por ello aparecen las comisiones, de forma general, a continuación exponemos una idea aproximada de las comisiones que se cobran por cada servicio, teniendo en cuenta el mercado competitivo en el que se mueven estos bancos y que las mismas pueden variar de un banco a otro.

DE ASEGURAMIENTO

Se calcula en función de la cantidad cubierta.

El banco director de la operación suele recibir un 0,5%

Los intermediarios (que pueden ser otros bancos de inversión) el 0,25%

Las instituciones inversoras un 0,5% en calidad de comisión de mantenimiento (commitment fee) durante los primeros 30 días (más un 0,125% por cada semana adicional), y además un 0,75% cuando la oferta sea aceptada.

Si el mercado es alcista, los aseguradores verán reducido su riesgo al mismo tiempo que aumenta el valor de la oferta, lo que redundará en mayores beneficios, ocurrirá lo contrario si el mercado es bajista.

En algunos casos, los bancos de inversión permiten reducir las comisiones si la operación fracasa a cambio de aumentarlas si triunfa. Esto ha hecho que las empresas que pueden negociar una comisión reducida en el caso

de que la operación fracase estén tentadas de buscar como empresas objetivo grandes sociedades, puesto que aunque el valor de la oferta sea realmente grande, el coste del fracaso en la adquisición sea pequeño.

DE INTERMEDIACIÓN

Ésta suele tener lugar si se produce la operación, en caso contrario el banco no cobra nada, los bancos ofrecen a sus clientes una gama de servicios que se extiende desde investigaciones para comprar o vender, valoración de informes y análisis de mercados.

DE VENTA

Consta de dos fases:

1ª fase: consiste en escribir un memorándum, investigar el mercado y

objetivos (confeccionar una lista de potenciales adquirentes), valorar la compañía, y realizar los primeros contactos.

Duración de 20–25 días a razón de 2000 €/día de negociación (más gastos e IVA)

2ª fase: si la primera tiene éxito se cobrará el 3% sobre los primeros 60

millones de euros del precio de venta.

El 2% sobre los segundos 60 millones, y

El 1% sobre todo lo que exceda de 120 millones, además se podrían compensar las comisiones pagadas en la primera fase.

PRINCIPALES SERVICIOS QUE OFRECEN

• Selección del candidato a adquirir:

- ◆ Desarrollo de los criterios de selección.
- ◆ Búsqueda de los candidatos que se ajusten a los criterios anteriores.
- ◆ Valoración de los candidatos elegidos.
- ◆ Desarrollo de una pequeña lista de candidatos.

• Valoración de la empresa objetivo:

- ◆ Análisis de sus operaciones pasadas.
- ◆ Proyección de sus operaciones futuras.
- ◆ Análisis de transacciones comparables.
- ◆ Análisis de los flujos de caja.
- ◆ Análisis del rendimiento de la inversión a realizar por el adquirente.
- ◆ Recomendaciones sobre el precio de compra.

• Estructura de la transacción:

- ◆ Análisis de las estructuras alternativas de la transacción.
- ◆ Recomendación de la estructura ideal.

- **Negociación de la transacción:**

- ◆ Adquisición de acciones en el mercado de valores.
- ◆ Aproximación inicial y presentación al equipo directivo.
- ◆ Análisis de los puntos de negociación que puedan surgir.
- ◆ Desarrollo de la carta de intenciones (con apoyo legal).
- ◆ Relaciones públicas y relaciones con la prensa.
- ◆ Cumplimentar los formularios de la CNMV (con apoyo legal), en caso de que fuese necesario.
- ◆ Diseñar y dirigir la OPA (por lo general se hará mediante contrato separado).

- **Financiación:**

- ◆ Análisis de la estructura financiera óptima.
- ◆ Preparación de los informes financieros solicitados.
- ◆ Distribución de dichos informes.
- ◆ Negociación con los suministradores de fondos.
- ◆ Suministrar financiación puente.

- **Concluir la transacción:**

- ◆ Controlar la preparación de los documentos definitivos (con apoyo legal).
- ◆ Preparar los documentos solicitados por la CNMV.
- ◆ Relaciones públicas y con la prensa.

- **Otros servicios:**

- ◆ Venta de divisiones o filiales.
- ◆ Colocación de acciones en el mercado.
- ◆ Conversión de la deuda o recompra de la misma.
- ◆ Reestructuración de capital.

ACTUACIONES CONCRETAS EN CASO DE FUSIÓN

Como banco de inversión entenderemos que las empresas X e Y han decidido emprender un proceso de fusión con objeto de constituir el primer grupo empresarial español del sector de XY y uno de los principales a nivel europeo.

Reconocemos que una de las funciones fundamentales de nuestra actuación será la labor como árbitro objetivo e imparcial, en el cálculo de la relación de canje que dará lugar a la fusión efectiva de los dos grupos empresariales.

Una gestión eficaz del proceso completo de fusión, llevaría, aproximadamente y según el caso, un tiempo de entre 7 y 8 meses.

Ello requiere una óptima coordinación entre la disponibilidad de la información, los cálculos económico-financieros, la toma de decisiones y el cumplimiento de los plazos legales.

A continuación se hace un análisis más exhaustivo sobre el proyecto en sí mismo, el calendario de la labor de asesoramiento y los pasos sucesivos.

PUNTOS CRÍTICOS DEL PROYECTO

- **Acuerdo de intenciones entre accionistas:**

Permite dejar constancia desde el principio de las intenciones de las partes, su voluntad de fusionarse, la metodología que le Banco empleará en el cálculo de la ecuación de canje y el reparto de responsabilidades o el criterio de asignación de las mismas, en la sociedad resultante de la fusión. Este acuerdo, facilitará el desarrollo de todo el proceso de fusión y en consecuencia, la toma de decisiones.

- **Cálculo de la ecuación de canje:**

El banco realizará una valoración de los tres grupos empresariales, calculará las posibles sinergias de la fusión después de haber estudiado la información disponible y fruto de todo ello presentará a los socios un rango de valoración para cada grupo. La definición exacta de cada valoración será fruto de la negociación entre los socios. El banco podrá asistir a los socios en dicho proceso, defendiendo los criterios de valoración y el reparto de sinergias.

- **Redacción del proyecto de fusión:**

Contiene el diseño completo de la fusión, incluyendo la estructura más eficiente desde todos los puntos de vista (legal, fiscal, financiero y operativo), el nombre de la nueva sociedad, domicilio, el tipo de canje, derechos, ventajas, etc...

- **Acuerdo del Consejo de Administración :**

Aplicable a cada sociedad integrante de la fusión, se refiere al Proyecto de Fusión. Esta aprobación pone en marcha el calendario legal.

- **Aprobación de la Junta General de Accionistas:**

La junta General de cada sociedad debe aprobar los términos de la fusión. Ésta consumirá aproximadamente 2 meses desde la celebración del Consejo de Administración. Uno corresponde al requisito legal para la convocatoria de la Junta General de Accionistas y el segundo mes se necesita para solventar los trámites previos necesarios en el Registro Mercantil.

- **Inscripción en el Registro Mercantil:**

Una vez inscrita la Escritura de Emisión en el Registro Mercantil, se puede considerar que la fusión ha sido consumada.

CALENDARIO DE LA LABOR DE ASESORAMIENTO

El banco de inversión normalmente estructura las tareas de ejecución del proyecto en cuatro fases claramente diferenciadas:

- **Entendimiento de las compañías y Due Diligence**

El objetivo es el entendimiento por parte del banco de inversión de las actividades y situación de la empresa y de los objetivos e implicaciones de la transacción propuesta.

Entre las principales tareas a realizar se encuentran; la organización del proyecto (establecimiento del grupo de trabajo, determinación de los objetivos de la fusión y del calendario de trabajo), recopilación y análisis de la información necesaria para la elaboración de las valoraciones, reuniones con áreas de negocio de la empresa en cuestión, análisis de las contingencias fiscales, legales, laborales o de otra índole que afecten a

cualquiera de las sociedades que se fusionan, elaboración en conjunto con cada una de las compañías de las proyecciones para los próximos años y de las hipótesis de cálculo.

En esta fase inicial es conveniente firmar un acuerdo de intenciones entre las compañías, que exprese su intención de fusionarse, la metodología a emplear en el cálculo de la relación de canje y el reparto de responsabilidades en la nueva compañía fusionada.

- **Análisis de valoración**

El objetivo en esta fase es la definición de rangos de valoración para la empresa, que sirvan como referencia en el establecimiento de las ecuaciones de canje. Entre las principales tareas destacan:

- El análisis de valoración de los tres grupos económicos; se utilizará como método fundamental de valoración de todas las compañías el descuento de flujos de caja sobre las proyecciones acordadas, éstas se elaborarán con criterios uniformes para los tres grupos económicos, los resultados obtenidos se contrastarán con otros métodos de valoración comúnmente reconocidos en la comunidad financiera para este tipo de operaciones. Así mismo se realizará la identificación, cuantificación y valoración de las posibles sinergias.
- Identificación de los argumentos para la defensa de las valoraciones; metodologías más propicias, precedentes así como puntos fuertes y débiles de la valoración.
- Análisis de dilución.
- Cálculo de la relación de intercambio o ecuación de canje.
- Balance y cuanta de resultados de la sociedad resultante