



Estudio sobre las mejores prácticas de adquisiciones realizadas por empresas españolas en Estados Unidos

Índice:

1	Resumen ejecutivo	4
2	Introducción	7
	2.1 Objetivo del documento.....	7
	2.2 Metodología utilizada.....	7
	2.2.1 Cuestionario a empresas.....	7
	2.2.2 Muestra de empresas.....	8
	2.2.3 Entrevistas en profundidad.....	9
	2.3 Disclaimer	9
3	Introducción a las compras en el extranjero.....	9
	3.1 Razones de las empresas españolas para entrar en Estados Unidos	9
	3.2 Internacionalización por crecimiento orgánico vs. adquisiciones corporativas	11
4	Regulación norteamericana.....	13
	4.1 Inversión Directa en Estados Unidos por medio de de Adquisición o Fusión	13
	4.2 Combinaciones o Fusiones	14
	4.3 Adquisición de Acciones o Activos	14
	4.4 Requisitos de notificación para adquisiciones de participación en sociedades cotizadas.	20
	4.5 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	20
	4.6 Regulación de la inversión extranjera y del mercado de valores.....	21
5	Resultados del estudio.....	22
	5.1 Características de la muestra	22
	5.2 Información sobre las transacciones.....	24
	5.2.1 Transacciones con estructuras de “earn out”	25
	5.2.2 Tipo de negocio de la empresa adquirida	27
	5.3 Contratación de asesores.....	27
	5.4 Resultado económico – financiero de la inversión	30
	5.4.1 Inversiones extraordinarias	31
	5.5 Resultado a nivel organizativo y de recursos humanos	32
	5.6 Valoración general de la transacción.....	34
6	Conclusiones	35
	6.1 Crecimiento orgánico vs. operaciones corporativas	35
	6.2 Definir claramente el objetivo buscado.....	36
	6.3 Tamaño de la adquisición	36
	6.4 Contar con un equipo externo	37

6.5	Pago de la transacción.....	37
6.6	Involucrar al equipo interno.....	38
6.7	Integración post-adquisición.....	39
6.8	Motivar al personal clave de la empresa comprada	39
7	Anexos	40

1 Resumen ejecutivo

España se ha convertido en los últimos años en uno de los países más activos en la adquisición de empresas en todo el mundo de tal forma que su dinamismo es mayor al que le correspondería según su posición como potencia económica. Según datos del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio publicados recientemente, España ocupa el sexto (6º) lugar en la lista de países con inversión directa en Estados Unidos y la inversión directa de empresas españolas triplica la inversión directa norteamericana en España.

Países con una mayor trayectoria en este campo como Estados Unidos, han desarrollado mecanismos de ayuda mutua entre sus empresas, ya sea en actividades de soporte local como de intercambio de experiencias. La ACG (www.acg.org <<http://www.acg.org/>>) es una entidad que tiene como objetivo el ayudar a las empresas españolas en sus inversiones. Los miembros son a partes iguales: empresas industriales, proveedores de capital y asesores.

Este es uno de los primeros estudios que la ACG realiza en España y tiene por objetivo compartir experiencias previas en el mercado norteamericano. Como premisa general debe destacarse que Estados Unidos es un país seguro y rentable para invertir. En la actualidad, los mercados tienden a sobrevalorar los BRICs (Brasil, Rusia, India y China) como destino de inversión.

El Estudio realiza una muestra de amplio espectro. De entre las ciento veinticuatro (124) empresas a las que se les ha remitido el formulario del Anexo I, se ha obtenido respuesta en cincuenta y nueve (59) casos, el 47,58%. De éstas, veintidós (22), el 17,74%, han realizado alguna transacción corporativa en los Estados Unidos en los últimos años. El panel de compañías entrevistadas arroja una experiencia acumulada de diecisiete (17) operaciones corporativas en los Estados Unidos, con transacciones que pertenecen a sectores diferentes y, por tanto, se elimina el posible sesgo sectorial de la información suministrada.

Sorprende que el 85% de encuestados se declaran satisfechos con la adquisición efectuada en Estados Unidos. Este porcentaje es relevante, pues la mayoría de estudios sobre la satisfacción en adquisiciones o en la creación de valor apuntan alrededor de un 50% en materia de satisfacción. Sólo una (1) de las compañías contactadas considera su operación como un fracaso.

Asimismo, el Estudio aporta diversos datos sobre el papel de los asesores en las transacciones (entre otras cuestiones, qué se les solicita, cómo se les contrata, etc.); dichos datos suponen una novedad respecto a otros estudios, ya que estas estadísticas no son habituales e indican, por otra parte, hacia dónde se dirige la práctica de los servicios profesionales en esta materia, considerando que Estados Unidos es el modelo que el resto de países acaban siguiendo.

Cuando se realiza una adquisición en Estados Unidos, una de las realidades que se percibe de forma inmediata es la diferencia entre su sistema jurídico y el nuestro. El Capítulo IV del Estudio trata, de forma sucinta, alguna de estas diferencias, muestra ejemplos de cuáles

son las prácticas habituales en adquisiciones, ya sea de activos o de acciones, en el ámbito de empresas privadas o cotizadas y destaca las principales características de su tipología contractual. Adicionalmente, comenta, con una aproximación necesariamente generalista, algunos de los aspectos regulatorios a considerar en determinadas transacciones.

Con todo lo anterior, el Estudio concluye con una serie de: (i) beneficios y dificultades que han sido constatadas por los encuestados; y (ii) recomendaciones derivadas de su experiencia:

Los beneficios declarados de las transacciones han sido:

- Acceso al mercado estadounidense, no únicamente por tener un tamaño más que relevante sino por ser un mercado en muchas vertientes más avanzado que el mercado español y como plataforma para el posterior acceso a otros mercados.
- Sinergias en el mercado estadounidense. Estas sinergias se producen tanto a la hora de amortizar las inversiones en I+D para el lanzamiento de nuevos productos como en los ahorros en los costes de estructura. También se refieren a la consecución de economías de escala a la hora de aprovisionarse.
- Acceso a nuevo “know how”.
- Mejora del servicio a sus clientes actuales (servicio global).
- Plataforma de proyección de directivos.

Como contrapartida las dificultades encontradas han sido:

- No consecución de los objetivos marcados, bien por desconocimiento del mercado o del negocio.
- Pago de un precio elevado y por tanto mayor presión financiera.
- Dificultad para adaptarse al mercado estadounidense.
- Coste asociado al desgaste del equipo directivo en la integración.
- Complejidad en la gestión de una compañía remota (e.g. coordinación de personas).

En cuanto a las recomendaciones el resumen sería:

- Es mucho mejor adquirir una empresa que intentar el crecimiento orgánico. En algunos

sectores (maduros, con fuerte inversión, etc.) es imposible hacerlo de otra forma e intentarlo acaba siendo más caro.

- Es muy importante establecer y priorizar qué características debe cumplir la empresa objetivo. Además deben establecerse unos criterios claros, determinar el proceso de decisión e invertir únicamente en sectores conocidos y comprendidos.

- Hasta que no se tiene experiencia en procesos de adquisición, éstas no deben poner en peligro la supervivencia de la misma. No obstante, una vez adquirido este conocimiento, es un elemento estratégico diferencial que puede permitir incluso la compra de compañías con un tamaño mayor. El panel de expertos en economía y empresa considera que la inversión mínima para entrar en Estados Unidos es de trece millones de dólares (\$13.000.000) aunque evidentemente esta cifra dependerá del sector.

- Debe contarse con asesores externos a lo largo de las diferentes fases de los procesos de adquisición. El método de selección y la delimitación de sus funciones son elementos muy relevantes.

- Debido a la crisis económica, el mercado actual permite, de forma inusual, que el comprador tenga un poco más de fuerza negociadora por lo que el actual entorno debería favorecer este tipo de operaciones. No obstante, las transacciones efectuadas hasta el 2007 han sido consideradas también muy positivas.

- El equipo interno debe de integrarse desde el inicio pues:

- o Minimiza las posibles resistencias internas a la hora de plantear una operación corporativa.

- o Involucra y hace que el equipo directivo se identifique con el resultado de la operación.

Una vez se ha tomado el control sobre la compañía, ésta deberá ser integrada en la mayor brevedad. Por tanto, se deberá establecer un plan de integración post-adquisición que establezca equipos de trabajo, tareas a llevar a cabo y plazos. En contra de una práctica habitual, las personas a desplazar deberían ser “experimentadas”, en la medida que:

- o Entienden y comparten la cultura y los valores de la empresa compradora, los tienen muy internalizados y saben cómo deben de hacerse las cosas para que funcionen en la matriz.

- o Tienen claras las estructuras de decisión de la matriz y saben perfectamente cómo priorizar los problemas a abordar.

Es vital identificar qué posiciones/personas son críticas para el desarrollo futuro de la compañía adquirida. Posteriormente es necesario conocer cuáles son las inquietudes de dichas personas y diseñar un plan para retenerlos y motivarlos.

2 Introducción

El presente documento ha sido elaborado por el IESE (www.iese.edu), Closa M&A (www.closa.com) y Garrigues (exclusivamente por lo que refiere al Capítulo 4 (www.garrigues.com)).

2.1 Objetivo del documento

El objetivo del presente estudio es múltiple:

- Analizar cuál ha sido el resultado de algunas de las adquisiciones llevadas a cabo por las empresas españolas en los Estados Unidos.
- Extraer conocimiento de dichas experiencias, para lo que deberemos procurar una muestra equilibrada tanto en cuanto al tamaño de las empresas como al sector de actividad al que se dedican. Del conocimiento extraído pueden extrapolarse una serie de “*best practices*” en las adquisiciones de empresas en los Estados Unidos. Asimismo, se intentará realizar las matizaciones oportunas según la casuística en la que se encuentra cada empresa, es decir, sector de actividad, compra de activos versus acciones, etc.
- Divulgar el conocimiento extraído de forma que pueda ser útil para otras compañías que están pensando en realizar adquisiciones en nuevos mercados y concretamente en el estadounidense.

2.2 Metodología utilizada

Para la consecución de los anteriores objetivos se ha planteado una doble metodología:

- Enviar, recabar cuestionarios a empresas españolas que tienen operaciones en los Estados Unidos para conocer la forma en la que iniciaron las operaciones y, en caso de que sea mediante adquisiciones, obtener la información necesaria sobre la transacción.
- Realizar entrevistas en profundidad con las personas responsables de adquisiciones corporativas de compañías españolas que hayan realizado transacciones en Estados Unidos. Lo que posteriormente llamaremos entrevistas con el panel de expertos.

Se ha remitido un cuestionario a cada persona responsable de la compañía que se implantó en los Estados Unidos para que comparta su experiencia sobre la transacción de adquisición de compañías en dicho país, esto es, en la mayoría de los casos, directores generales o consejeros delegados y en compañías de gran tamaño, responsables de desarrollo corporativo o aquellos quienes conocieron de cerca la transacción o transacciones.

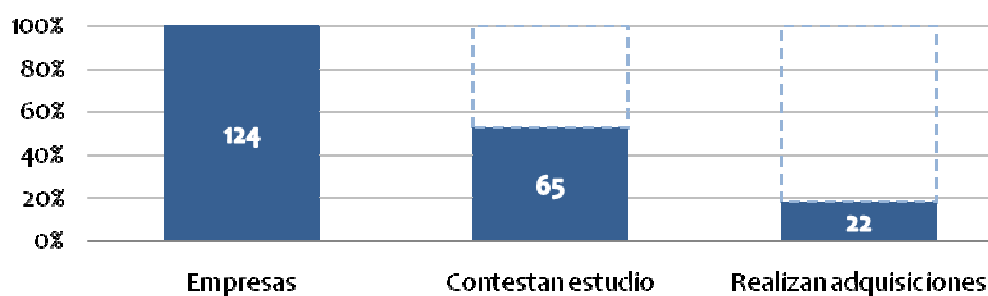
2.2.1 Cuestionario a empresas

Se ha diseñado un cuestionario (ver Anexo I) para recabar información de tipo cualitativo y cuantitativo sobre las transacciones de empresas españolas en EEUU. En los casos en los que una compañía ha realizado más de una transacción en Estados Unidos, se ha pedido a las personas responsables de cumplimentar la información que escojan la transacción más representativa y en el supuesto de que todas sean igualmente representativas, la última; al objeto de conseguir información de mayor calidad y vigencia.

2.2.2 Muestra de empresas

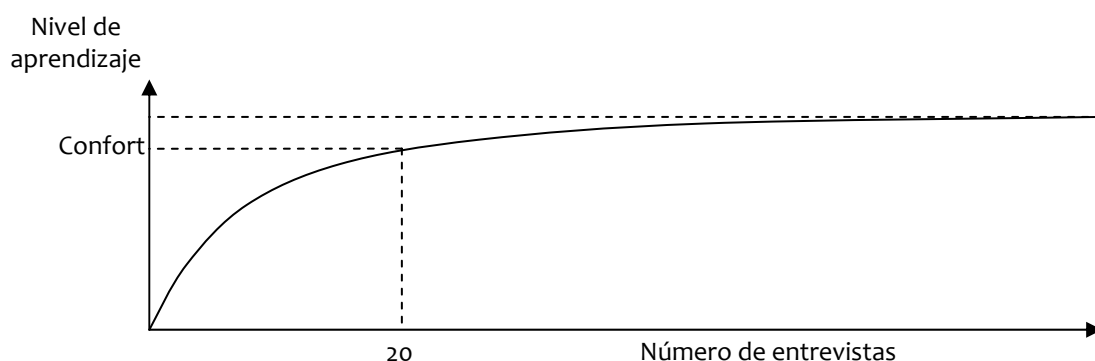
De entre las ciento veinticuatro (124) empresas participantes en el estudio (ver Anexo II) a las que se les ha remitido el informe, hemos obtenido respuesta de cincuenta y nueve (59) (47,58%). De éstas, veintidós (22) el (17,74%) han realizado alguna transacción corporativa en los Estados Unidos.

Gráfico 1. Desglose de empresas y resultados obtenidos



Asimismo, en base a la experiencia previa adquirida en anteriores estudios cualitativos y tras realizar las comprobaciones oportunas en los resultados obtenidos a partir de las respuestas de los cuestionarios, se ha considerado que el tamaño de la muestra es suficiente para la obtención de información representativa y la extracción de conclusiones válidas, siguiendo la ley fuerte de los grandes números¹ y según vemos en el Gráfico 2. Más aún cuando se han realizado entrevistas en profundidad con personas expertas en la adquisición de compañías en Estados Unidos y posteriormente se ha confrontado con ellos las conclusiones del presente estudio.

Gráfico 2. Ley fuerte de los grandes números.



Dicho de otra forma, la curva de aprendizaje se allana conforme incorporamos nuevos elementos a la muestra, con los primeros cuestionarios obtenemos información muy valiosa y conforme recabamos más cuestionarios su aportación marginal de valor es menor ya que introducen pocas novedades.

¹ Esta ley estadística establece que con una muestra suficientemente representativa conforme incrementamos el tamaño de la muestra el resultado esperado no varía. De modo ilustrativo, es la ley que regiría el experimento de tirar un dado y hacer el promedio de las puntuaciones obtenidas, es seguro que en la primera tirada el resultado no será 3,5 y probable que en la segunda tampoco, pero a partir de la sexta tirada probablemente el número se situará entre el tres (3) y el cuatro (4) (probabilidad de que se sitúe entre tres (3) y cuatro (4) inclusive en la 1ª tirada (2/6) 33,3%, en la 2ª tirada 44,4%, en la 3ª 48,1%, en la 4ª 52,2%, en la 5ª 55,7% y en la 6ª 58,8%).

2.2.3 Entrevistas en profundidad

Como ya se ha adelantado, adicionalmente se han conducido entrevistas en profundidad con las personas responsables de cinco de las empresas que han realizado transacciones en los Estados Unidos al objeto de disponer de información cualitativa de calidad que ha permitido obtener una mayor comprensión de las motivaciones para llevar a cabo las transacciones, los problemas que afloraron con posterioridad y las soluciones a éstos.

Cabe notar que las cinco personas entrevistadas acumulan entre todos ellos diecisiete (17) operaciones corporativas en los Estados Unidos y que cuentan con una dilatada experiencia como directivos de primer nivel en compañías españolas, de tal forma que sus análisis comparativos son sumamente valiosos. Además, las compañías en las que han realizado las transacciones pertenecen a sectores diferentes y, por tanto, eliminan el posible sesgo sectorial de sus razonamientos.

Dichas entrevistas han permitido completar la información obtenida mediante los cuestionarios con nueva información cualitativa adicional de calidad.

2.3 Disclaimer

La totalidad del contenido del presente documento ha sido elaborado en base a la información obtenida bien a través de la encuesta realizada a las empresas o bien a través de las opiniones recabadas en las entrevistas en profundidad. Por tanto, ni el IESE Business School ni Closa M&A se hacen responsables de que la información del presente estudio sea precisa y/o fidedigna ya que no han realizado comprobación alguna de ésta y tampoco era el objetivo del trabajo realizado.

La participación de Garrigues en el presente documento se circunscribe única y exclusivamente a la redacción del Capítulo 4 de este estudio. Los apuntes de carácter jurídico y fiscal que se incluyen en dicho capítulo tienen un carácter meramente informativo y educativo sin que de los mismos pueda trasladarse, entenderse o inferirse asesoramiento, consejo o recomendación jurídica de ningún tipo.

3 Introducción a las compras en el extranjero

Es preciso, con anterioridad al análisis de los resultados del estudio, presentar de forma preliminar cuáles son los motivos que mueven a las empresas a dar el salto a un nuevo mercado, en concreto al de Estados Unidos, así como cuál es la solución que han implementado: comprar una empresa en dicho mercado o bien crear su propia empresa desde cero (“start-up”² o “greenfield project”³).

3.1 Razones de las empresas españolas para entrar en Estados Unidos

El objetivo último que mueve a una compañía a desplazar parte de sus operaciones a un nuevo mercado lejano y más o menos desconocido es conseguir incrementar el valor de la compañía.

² Con el nombre de “start-up” se denomina comúnmente en inglés a las empresas con una historia limitada porque han sido creadas recientemente. Su traducción directa significa arrancar.

³ Se usa el término inglés “greenfield Project” a los proyectos de nueva creación en los que no existe ningún tipo de restricción, es decir, cuando se crea desde cero una compañía, e.g. una nueva filial en un país. El término proviene de la construcción y pone de manifiesto la diferencia en la construcción en un “greenfield” o campo en contraposición con el “brownfield” que significa tirar una construcción para hacer otra, lo que lógicamente tiene muchas más restricciones.

El mercado de Estados Unidos tiene, de forma genérica, para las empresas españolas las siguientes particularidades:

- **Mercado lejano**, tanto desde el punto de vista físico como de su uso horario, lo cual complica la coordinación y gestión de las operaciones en dicho país y, por tanto, requiere de un nada despreciable esfuerzo del equipo directivo de la compañía que desea entrar en este nuevo mercado.
- **Un idioma diferente**, por contraposición al mercado Latinoamericano, Estados Unidos tiene una barrera idiomática y cultural relevante. Ello tiene especial afectación para los equipos directivos destinados a los EE.UU. Para subsanarlo, las empresas están reclutando equipos jóvenes preparados para salvar dichas barreras.
- **Marco regulatorio diferente**, dedicaremos un capítulo aparte a analizar ciertas particularidades de la regulación de los Estados Unidos en comparación con el sistema jurídico español (ver el capítulo 4. Regulación norteamericana en página 12 y ss.).
- **Gran tamaño**, en términos de población el mercado norteamericano es 6,6 veces el mercado nacional español (300 millones de habitantes por 47 millones que tiene España actualmente). Asimismo también es un vasto mercado en términos de recursos naturales y de superficie (e.g. de cara a las nuevas infraestructuras que está planteando el actual gobierno de Barack Obama).

Grosso modo, las principales razones de las empresas españolas para entrar en el mercado de los Estados Unidos son:

- **Incrementar las ventas de la compañía.** Este es el caso de la mayoría de empresas que tienen un buen producto y una vez han saturado otros mercados, normalmente más cercanos y más sencillos de gestionar, deciden entrar en un gran nuevo mercado. Muchas veces el hecho de acudir a nuevos mercados responde también a comportamientos defensivos ante la competencia o al seguimiento de movimientos realizados por competidores (“*me too strategy*”).
- **Aumentar los márgenes.** En muchos aspectos el mercado estadounidense es un mercado más avanzado y sofisticado que el español, en el cual hay negocios con márgenes más altos. Algunas empresas españolas disponen de productos para competir en dichas categorías de mercado y por tanto capturar más valor en el mercado.
- **Desarrollar nuevos negocios.** Un caso particular de los dos anteriores es cuando una empresa suministra productos o presta servicios que todavía no han sido desarrollados en los Estados Unidos. En este caso la compañía tiene la ventaja de poder entrar en el mercado con un producto demandado y sin competidores (“*first mover advantage*”).
- **Disminuir el riesgo de mercado.** Otras compañías, por el contrario, prefieren abrir nuevos mercados más lejanos y que, en cierta manera, no está correlacionados con su mercado doméstico al objeto de obtener una cierta diversificación de las ventas y por tanto compensación de los ciclos económicos.
- **Adquirir know how.** Existe otro gran motivo por el que adquirir una compañía en Estados Unidos y es buscar una compañía que tenga un determinado “*know how*” que actualmente no existe en la compañía. Este tipo de adquisiciones son tremendamente sinérgicas, entre otros, por dos motivos: por un lado el comprador tiene claro qué es lo que está buscando y por otro una vez integrado dicho “*know*

how” es muy fácilmente exportable a otros mercados. Este tipo de adquisiciones suele darse en empresas que tienen mucho capital intelectual y por tanto están fuertemente protegidas por patentes (e.g. farmacéuticas y tecnológicas).

- **Acceder a un mercado laboral más atractivo y especializado.** En línea con el apartado anterior, al estar presente en los Estados Unidos se tiene acceso a un mercado laboral muy especializado, en el que es fácil captar el talento, este hecho es muy relevante en las empresas que dedican una gran parte de sus esfuerzos a la investigación y el desarrollo, por ejemplo.
- **Plataforma para otros países.** En numerosas ocasiones el mercado estadounidense no se ve en sí como un objetivo final sino como un hito intermedio que da acceso a otros mercados, sobre todo en productos y/o servicios en los que por motivos regulatorios, culturales o de cualquier otro tipo, el valor intrínseco del producto o servicio aumenta si el producto proviene de Estados Unidos o ha sido fabricado allí. Lo descrito anteriormente puede llegar a pasar también con servicios y con marcas comerciales de franquicias.

3.2 Internacionalización por crecimiento orgánico vs. adquisiciones corporativas

Una vez la empresa ha decidido entrar en un nuevo mercado, la siguiente gran duda que se le presenta es la forma de hacerlo, esto es:

- Operación o transacción corporativa por la que se compra una empresa en funcionamiento en dicho mercado. También podríamos incluir las transacciones de activos (“*asset deal*”) por las que en vez de vender la compañía con su balance se opta por la simple compra venta de determinados activos.
- Crecimiento orgánico por la que las operaciones en el país se comienzan desde cero.
- Existe una tercera vía intermedia que es donde clasificaríamos a las “*joint ventures*” (“*JV*”) o incluso compra de participaciones con acuerdos comerciales, estas formas de crecimiento a pesar de que inicialmente parecen atractivas son difíciles de gestionar, más aún cuando se realizan entre una empresa nacional y un socio local en los Estados Unidos.

A pesar de que el objetivo final es la internacionalización de la empresa, los recursos necesarios, riesgos y retos asociados a cada alternativa son completamente distintos según se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 1. Transacciones corporativas vs. el crecimiento orgánico (ilustrativo, no exhaustivo)

Concepto	Descripción	T. Corporativa	C. Orgánico
Inversión	Inversión inicial necesaria	○	●
Tiempo	Tiempo necesario para comenzar las operaciones	●	○
Management	Involucración del equipo directivo en la nueva compañía (no sólo al inicio sino hasta que la empresa tiene un tamaño razonable)	●	●

Efecto positivo → ●; efecto negativo → ○

A pesar de que su impacto es difícilmente calculable y que su influencia no debería ser muy grande en transacciones de largo plazo, el efecto del tipo de cambio euro/dólar es relevante. En las transacciones corporativas hay que inmovilizar inicialmente una gran cantidad de dinero para pagar a los accionistas que venden, normalmente en moneda local

(USD), la evolución del tipo de cambio entre el euro y el dólar hará que el precio de la transacción oscile al convertirlo al euros, como también lo harán las ventas de la compañía comprada.

Éste es un efecto nada despreciable, por lo que algunas compañías que compran en dólares y se financian en euros⁴ y aplazan parte del pago, deciden realizar coberturas del tipo de cambio mediante instrumentos financieros (“*currency swaps*”, entre otros) para asegurarse un tipo de cambio estable. De esta forma la empresa sabrá exactamente cuál es el coste de la transacción. De la misma forma, muchas empresas deciden a comienzos de año, dotar de una partida presupuestaria para realizar la cobertura (normalmente parcial) asegurándose de esta forma un tipo de cambio estable y conocido de antemano.

A modo de resumen, en la Tabla 2 se enumeran las principales ventajas y desventajas del crecimiento orgánico e inorgánico. Como ya se ha dicho anteriormente, las JVs estarían a caballo entre ambos.

Tabla 2. Resumen de ventajas y desventajas de las transacciones corporativas vs. crecimiento orgánico⁵ (ilustrativo, no exhaustivo) basado en las entrevistas mantenidas.

	Ventajas	Desventajas
Transacción corporativa	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Más rápida y permite aprovechar mejor tanto el <i>momentum</i> de la empresa como el del mercado. ▪ La compañía adquirida tiene un tamaño relevante desde el primer día. ▪ Mejor adaptación al mercado local. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La inversión inicial y la involucración del equipo directivo en la integración es muy alta y por tanto el riesgo que corre la compañía compradora es mayor. ▪ Dificultades en la adaptación de la nueva empresa comprada a los valores de la empresa compradora. ▪ Capacidad necesaria para gestionar la nueva compañía (tiempo de directivos).
Crecimiento orgánico	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La inversión económica inicial es relativamente menor ▪ Posibilidad de realizar inversiones alternativas (coste de oportunidad) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cuesta mucho tiempo y esfuerzo hacerlas crecer hasta que tengan un tamaño relevante y por tanto permitan conseguir los beneficios de la internacionalización. ▪ La involucración del equipo directivo, aunque inicialmente es menor, es muy relevante para hacer crecer la empresa. ▪ La inversión total real es desconocida

En la tabla anterior se ha clasificado como una ventaja del crecimiento orgánico el coste de oportunidad, pero dicha clasificación sería imprecisa y carecería de rigor sin una mayor explicación. Efectivamente, el crecimiento orgánico no requiere de una fuerte inversión y por tanto permite tener más recursos disponibles para futuras oportunidades de inversión. No obstante, normalmente, cuando una compañía compra a otra dedicada a la misma actividad o su actividad se desarrolla en un negocio conocido por la primera, el coste de oportunidad de los recursos es realmente bajo ya que si la empresa, conocedora del mercado y de la competencia, considera que la oportunidad es suficientemente atractiva

⁴ E.g. algunas compañías que financian con fondos propios o con deuda de la matriz. En Estados Unidos no existe el concepto “asistencia financiera” tal y como se conoce en España.

⁵ Fuentes: Paper de INSEAD “Aligning your Culture with your Growth : Where to go and how to get there” de Katty Marmenout.

como para tomarla, será difícil que posteriormente encuentre otra oportunidad más atractiva (a lo sumo será parecida), sobre todo fuera de su negocio.

Existen ciertas tipologías de negocio que por su naturaleza tienen una mayor tendencia a realizar el proceso de internacionalización de una forma determinada, esto es:

- Los negocios con pocos activos fijos (e.g. maquilas, fábricas, marcas, patentes, entre otros) y que por tanto basan su modelo de negocio en la prestación de servicios y en el talento de sus recursos humanos, tienden a realizar procesos de internacionalización orgánicos, contratando en el país destino a personal que tenga los conocimientos necesarios para la prestación de los servicios en cuestión.
- Los negocios intensivos en activos fijos son difícilmente replicables desde cero y por tanto tiene mucho más sentido realizar una transacción corporativa.

4 Regulación norteamericana

En el presente capítulo se analiza brevemente la inversión directa por una empresa española en los Estados Unidos ya sea por medio de una adquisición de acciones o activos, o por fusión.

4.1 Inversión Directa en Estados Unidos por medio de Adquisición o Fusión

En los Estados Unidos no existe una normativa específica, ni a nivel federal ni estatal, que regule la compraventa de sociedades. No existen tampoco normas generales que incidan sobre la compraventa de sociedades, como serían la Ley de Sociedades de Capital, la Ley de Modificaciones Estructurales, el Código Civil y el Código de Comercio en España. Las únicas normas relativas a la regulación de esta actividad son las reguladoras de sectores específicos o del mercado en general (normas competencia, inversiones extranjeras, mercado de valores), como veremos más adelante. Por tanto, respecto de las sociedades no cotizadas, puede decirse que en EE.UU. rige el principio de voluntad contractual para la compraventa de sociedades, tanto para la compra de acciones como para la compra de activos.

Es por esta ausencia de regulación en los EE.UU. por lo que las compraventas de sociedades se instrumentan mediante extensos y detallados contratos de adquisición (conocidos genéricamente como “Purchase Agreements”), cuya denominación varía en función de los valores o activos que se adquieran (p.e. “Stock Purchase Agreement”, “Membership Interest Purchase Agreement”, “LP Interest Purchase Agreement”, o “Asset Purchase Agreement”).

A diferencia de lo que sucede en las jurisdicciones de “ius civilistas”, en las que el cuerpo normativo actúa de forma supletoria y en ocasiones correctora a la voluntad de las partes, en las jurisdicciones anglosajonas, a la hora de interpretar los contratos los tribunales se atienen al tenor literal de los mismos. En principio, los tribunales analizan si el contrato ha sido negociado por las partes de buena fe y si los términos del mismo son suficientes para regular la relación entre las mismas. Sólo si los términos del contrato resultan poco claros o ambiguos, el tribunal recurrirá a pruebas externas (“parole evidence”) de valoración de la voluntad de las partes. De no ser ambiguos, los tribunales harán cumplir lo pactado por las partes, aún cuando dicho cumplimiento resulte en desproporcionalidad de derechos u obligaciones entre las partes, salvo en supuestos de dolo, coacción, fraude o engaño.

Es habitual tanto en fusiones como en adquisiciones, que la transacción comience con la firma de un acuerdo de confidencialidad o un “Non-Disclosure Agreement” y con una Carta

de Intenciones (“*Letter of Intent*” o “*Memorandum of Understanding*”) que contenga las pautas generales, vinculantes o no, a seguir por las partes.

Consideraciones

Existen tres mecanismos básicos para las adquisiciones de sociedades: la combinación empresarial o “*statutory combination*”, la compraventa de acciones o la compraventa de activos.

4.2 Combinaciones o Fusiones

Las combinaciones societarias (o fusiones) están reguladas por normativa estatal (no federal) en lo que se refiere a normativa contractual y societaria, como puedan ser las mayorías necesarias para la aprobación de la transacción, a autorizaciones de juntas generales y consejos, sin que exista como comentábamos, una normativa específica y uniforme en la materia para todos los Estados. Las combinaciones societarias que se regulan como fusiones conforme a la normativa del Estado en cuestión, por lo que en unos Estados las fusiones deberán articularse como consolidaciones o canjes de acciones, por medio de las cuales, los accionistas de una sociedad, previa aprobación del equivalente estadounidense al “proyecto de fusión”, entregan sus acciones a cambio de acciones en la sociedad resultante de la fusión conforme a un plan de canje o “*Plan of Exchange*”.

4.3 Adquisición de Acciones o Activos

Por otro lado, una adquisición puede ser estructurada como una compraventa de activos para conseguir ciertos objetivos. Esto podría ser debido a que el comprador quiera adquirir ciertos activos y asumir sólo ciertos pasivos. Asimismo, podría darse el caso de que la sociedad no cuente con la aprobación del porcentaje necesario para aprobar una fusión, de modo que prefieran estructurar la transacción como una compraventa de activos.

Desde una perspectiva fiscal, en la mayoría de casos, al comprador le interesará la adquisición vía la compra de activos, y al vendedor como compraventa de acciones o por medio de una fusión. A los aspectos fiscales de la transacción deberán además sumarse otras consideraciones legales y comerciales de la sociedad en cuestión, como pueden ser las siguientes:

- **Activos.** Generalmente, la compraventa de activos es más compleja que la compraventa de acciones o la fusión. En una compraventa de activos, las partes deben describir muy detalladamente los activos y los pasivos objeto de compraventa. La transmisión de los mismos requiere la preparación de acuerdos separados para su transmisión y su posterior inscripción en registros públicos (e.g. escrituras de bienes inmuebles o “*real property deeds*”, contratos de arrendamiento, propiedad intelectual (IT), vehículos y ciertos activos que no pueden ser cedidos a través de un “*General Bill of Sale*” o un “*Assignment Agreement*”).
- **Derechos Contractuales.** En ciertos casos, la compraventa de activos requerirá el consentimiento de terceros (“*authorization*” o “*waiver*”), como pueden ser los bancos o instituciones financieras, arrendadores o, socios estratégicos. Lo habitual es que un contrato no pueda ser cedido o transmitido a un tercero (como el comprador) sin el consentimiento previo del tercero.

- *Autorizaciones Gubernamentales.* En una compraventa de activos en numerosas ocasiones es necesario obtener el consentimiento de una agencia gubernamental para vender o transferir a un tercero ciertas licencias, permisos u otras autorizaciones.
- *Pasivos.* En la compraventa de acciones, el comprador adquiere dichas acciones sujetas a todos los pasivos de la sociedad. Sin embargo, en la compraventa de activos, es posible limitar la responsabilidad del comprador con respecto a dichos activos y determinar que pasivos asumirá en la transacción.
- *Tax basis.* En la compraventa de activos, la base imponible ("*tax basis*") será equivalente al precio de compraventa (incluyendo los pasivos asumidos). Una ventaja para el comprador en este sentido es la posibilidad de atribuir el precio de compraventa de cada activo de manera individualizada para reflejar su valor de mercado, y en ocasiones, incrementar el "*tax basis*" del vendedor en el mismo activo. Dicho incremento en el "*tax basis*" permite la aplicación de deducciones por amortización y una menor plusvalía en la futura disposición de activos.
- *Tributación sobre de la Transferencia de Activos.* Muchos Estados imponen un impuesto sobre la transferencia de ciertos activos, denominado "*transfer tax*". Éste puede ser aplicable en el caso de la venta de activos.
- *Aspectos Laborales.* La compraventa de activos además conlleva ciertos aspectos laborales ya que, puesto que los empleados no pueden ser transferidos, la sociedad adquirida despide a sus empleados que son automáticamente contratados por la sociedad adquirente. Esto puede dar lugar a ciertos problemas con respecto a "*employee benefit plans*" y contratos de "*collective bargaining*" con sindicatos.

Estructura del Contrato de Compraventa

El contrato de compraventa generalmente contiene la siguiente estructura, aunque el contenido final del mismo dependerá del supuesto concreto (acciones vs activo) y del resultado de las negociaciones de las partes en cada punto.

- *Definiciones.* Las definiciones son de gran importancia, ya que establecen el estándar, los límites o el alcance de las obligaciones, responsabilidades y derechos de las partes.
- *Condiciones Económicas y Operativas de la Operación.* En esta sección las partes definen tanto las condiciones económicas y operativas como las obligaciones y responsabilidades que les corresponden.
- *Declaraciones y Garantías del Vendedor:* Al no existir garantías legales para el comprador (como las de saneamiento por evicción o vicios ocultos que establece la legislación española), los "*Purchase Agreements*" regulan con mucho detalle las garantías que el vendedor otorga al comprador, entendiéndose que todas aquellas que no estén expresamente reguladas en el contrato, no son oponibles por el comprador. Estas garantías contractuales se conocen como "*Representations & Warranties*", al tratarse de una combinación de una "manifestación" que realiza el vendedor sobre un hecho o circunstancia, junto con una "garantía" de que lo manifestado es cierto a una determinada fecha y lo seguirá siendo durante un periodo acordado con la contraparte. Las "*Representations & Warranties*" se refieren tanto al vendedor como a la propia sociedad o a los activos que se están adquiriendo.

El alcance de las “*Representations & Warranties*” varía en base al tamaño de la transacción, la relación entre las partes, su poder de negociación, y si el comprador obtiene control sobre la gestión de la sociedad o simplemente participar como accionista minoritario. Cuanta mayor participación tenga, en particular, cuanto más se acerque a obtener la mayoría o el 100% de la sociedad, más extensas y detalladas serán las “*Representations & Warranties*”.

Aunque cada operación es diferente y por tanto, las “*Representations & Warranties*” en una compraventa de activos serán negociadas detenidamente atendiendo a las particulares del caso en cuestión, el vendedor generalmente manifiesta y garantiza al comprador al menos lo siguiente:

- Que la sociedad que se adquiere está debidamente constituida y al corriente de pago de sus tasas (“*good standing*”).
- Que el vendedor tiene capacidad jurídica suficiente para firmar el “*Purchase Agreement*” y demás contratos de la transacción y que la firma del contrato no contraviene, limita o impide la existencia de otros.
- El importe al que asciende el capital social, que el vendedor es titular de las acciones y que las mismas se encuentran libres de cargas y gravámenes.
- Que los estados financieros reflejan la imagen fiel de la sociedad según los estándares contables consistentemente aplicados.
- La ausencia de otros pasivos distintos a los que aparecen en el balance o los incurridos en el “*curso ordinario de negocio*”.
- La existencia, veracidad y cobrabilidad de las cuentas por cobrar.
- La ausencia de cualquier hecho que pudiera tener un “*efecto adverso significativo*” sobre el negocio de la sociedad adquirida o sobre su situación financiera.
- Prueba de titularidad sobre los bienes muebles e inmuebles de la sociedad y de que los mismos están libres de cargas y gravámenes.
- Prueba de titularidad o derecho de uso de propiedad intelectual o industrial necesaria para el negocio, así como manifestación de que la sociedad no infringe derechos de propiedad intelectual o industrial de terceros.
- Manifestación de cumplimiento de las obligaciones fiscales.
- Manifestación sobre cumplimiento general de las leyes, contratos y obligaciones laborales.
- Manifestación sobre cumplimiento general de las leyes aplicables a la sociedad o su actividad.
- Manifestación de que no existen de procesos judiciales pendientes o abiertos contra la sociedad.

Declaraciones y Garantías del Comprador: Por su parte, el comprador, también otorga “*Representations & Warranties*” a favor del vendedor, aunque son mucho más limitadas (p.e. sobre su capacidad de asumir las obligaciones del contrato).

Las “*Representations & Warranties*” habituales del comprador generalmente versan sobre:

- Que la sociedad adquirente se encuentra debidamente constituida y se encuentra en “good standing”.
- Que la transacción ha sido debidamente autorizada y que los representantes de la sociedad adquirente tienen facultades suficientes para que los acuerdos adoptados sean válidos.
- La capacidad financiera de la sociedad adquirente para llevar a cabo la transacción.

En una compraventa de activos, además el vendedor típicamente manifiesta y garantiza al comprador lo siguiente:

- Que el vendedor tiene capacidad jurídica suficiente para firmar el “Purchase Agreement” y demás contratos de la transacción.
- Que el vendedor es titular de los activos, que está debidamente habilitado para su uso y que los mismos se encuentran libres de cargas y gravámenes.
- Que los activos se encuentran en las condiciones necesarias para operar o desarrollar el negocio.
- Dependiendo del tipo de activo, se incluirían además manifestaciones y garantías relativas a dicho activo.

Los “Purchase Agreement” en muchos casos incluyen un procedimiento detallado que regula el pago de una indemnización en caso de incumplimiento de cualquier “Representation & Warranty”, es decir, cuando tras el cierre de la transacción, se observa que alguna de las manifestaciones o garantías realizadas no era cierta, con independencia de si ello ha creado un daño al comprador o a la sociedad adquirida.

- *Disclosure*. Cuando antes de la firma del contrato, hayan excepciones a las manifestaciones del vendedor (p.e. porque exista un proceso judicial abierto o en curso que contradiga directamente la manifestación del vendedor de que no existen juicios pendientes), las mismas se recogen detalladamente en el “Disclosure Schedule”. Dicho “Disclosure Schedule” se elabora simultáneamente a la negociación del contrato y a la revisión y elaboración del informe legal (“Due Diligence”) de la sociedad. En cualquier momento anterior a la firma del “Purchase Agreement”, el comprador puede o no aceptar las excepciones recogidas en el anexo, pudiendo, en su caso, renegociar el precio de compraventa si el hecho revelado tuviera un impacto negativo en la valoración de la sociedad. Si el comprador acepta la excepción realizada por el vendedor, no podrá posteriormente pedir ningún tipo de indemnización tras la firma del contrato.
- *Obligaciones, Condiciones Suspensivas y Condiciones Resolutorias*. Es habitual en este tipo de transacciones que tras la firma del “Purchase Agreement”, se abra un plazo para que cada parte, ya vinculadas por el contrato (si bien sujeto a varias condiciones suspensivas), pueda llevar a cabo una serie de actos y gestiones, condicionantes del cierre de la compraventa. Por ejemplo, en el plazo comprendido entre el llamado “signing” y “closing” (firma y cierre), se obtienen consentimientos regulatorios o gubernamentales (i.e. “Antitrust proceedings”, “governmental permits”), se obtienen consentimientos o renunciaciones a derechos (“waivers”) de terceros, autorizaciones administrativas, se resuelven contratos con partes vinculadas o se cumplen obligaciones específicas de la transacción, como pueden ser la venta de un inmueble o la escisión de una sociedad. El “Purchase Agreement” suele regular, además, entre otros, la gestión interna de la sociedad durante ese

período, o el acuerdo de actuación entre las partes en el supuesto de aparición de hechos o circunstancias que pudieran afectar al cierre, y el acceso por el comprador a la documentación de la sociedad.

- *Terminación o Resolución del Contrato.* En esta sección se detallan las causas de resolución del contrato y las consecuencias de dicha resolución.
- *Indemnización.* El propósito de las cláusulas indemnizatorias es, principalmente, establecer los supuestos, procedimiento y alcance de la obligación del vendedor de indemnizar al comprador, a la sociedad adquirida y a sus representantes, en el caso de incumplimiento de las manifestaciones y garantías, así como en el caso de incumplimiento de otras obligaciones especificadas en el “*Purchase Agreement*”. De este modo, se trata de minimizar la discrecionalidad del tribunal arbitral u órgano jurisdiccional que tuvieran que evaluar estos aspectos. Dado que las partes pactan previamente la cuantía a la que asciende la indemnización o los criterios para determinar la misma, el juez o tribunal arbitral correspondiente se atenderá a la voluntad de las partes, sin que se apliquen medidas concretas sobre las cantidades pactadas.

En este sentido, es habitual que las partes establezcan un límite temporal (“*survival period*”) para que el comprador ejercite su derecho a ser indemnizado por el incumplimiento por parte del vendedor del contrato o de una “*Representation & Warranty*”. En España el plazo para que el comprador ejercite dicho derecho generalmente coincidirá con el plazo de prescripción de las acciones, según la naturaleza de las mismas. Desde un punto de vista estrictamente negocial y de mercado en España la prescripción de la responsabilidad en materia tributaria y laboral suele indexarse a la fecha de prescripción legal, mientras que en materia mercantil suele cerrarse entre uno (1) y dos (2) años. Otras prescripciones como las previstas en materia medioambiental suelen también negociarse por un plazo inferior al legalmente establecido. Por el contrario en EE.UU., es práctica habitual que ese plazo se reduzca a un periodo entre seis (6) meses ó un (1) año, salvo para cuestiones medioambientales, beneficios laborales o fiscales, que suelen equipararse a los plazos de prescripción de las acciones legales (“*statutory limitations*”) según correspondan. También es frecuente establecer un límite (“*cap*”) sobre la cantidad de la indemnización al comprador, que en comparación con la práctica española puede entenderse una cantidad poco elevada, puesto que oscila entre el 30% al 50% del precio de compra. Por último, también es frecuente que las partes pacten “umbrales” (“*basket*”) en las indemnizaciones, de modo que hasta que no se alcancen conjunta o individualmente, el vendedor no estará obligado a indemnizar al comprador. De este modo se pretenden evitar reclamaciones de poca cuantía que suponen un coste y un uso de recursos innecesarios.

Si se observara alguna inexactitud en las garantías emitidas por el vendedor, resultando en un incumplimiento, el comprador no podrá instar la nulidad de la compraventa en su conjunto, aún cuando dicho incumplimiento afectara a un aspecto tan esencial de la compraventa como la propia titularidad de las acciones o activos vendidos, siendo su único recurso la reclamación al vendedor de la indemnización por daños y perjuicios recogido en el contrato y conforme a sus límites (tanto en plazo como en cuantía). No existe la dualidad prevista en el artículo 1.124 del Código Civil español tal y como la conocemos, excepto que se pacte expresamente.

- *Ley Aplicable.* Uno de los aspectos más importantes a negociar desde un principio es la ley aplicable al “*Purchase Agreement*”, la cual debe ser estatal, no federal. Si bien, como explicábamos anteriormente, no existe una ley que regule específica o generalmente la compraventa de empresas, las obligaciones y derechos derivados del mismo para las partes, tendrán que interpretarse de acuerdo a la jurisprudencia de uno u otro Estado. En este sentido, en principio, todos los Estados requieren que el contrato tenga algún tipo de conexión con dicho Estado para que sea válida la elección de su legislación. Sin embargo, hay Estados que permiten que un contrato esté sujeto a su normativa estatal, cuando por ejemplo, la transacción tenga un valor económico significativo, como sería el caso del Estado de Nueva York que considera válida la elección de la ley de ese Estado si la contraprestación de dicha transacción es al menos de US\$250.000.
- *Jurisdicción.* En relación con la elección de jurisdicción, el criterio empleado es similar al de la elección de la ley aplicable. En transacciones internacionales, es común la elección de arbitraje como mecanismo de resolución de disputas. En definitiva se está eligiendo la institución u organismo encargado del arbitraje, al amparo de sus propias normas. Los árbitros mas frecuentes en el ámbito de las transacciones internacionales son la Cámara de Comercio Internacional, la *American Arbitration Association*, la *London Court of International Arbitration* o el UNCITRAL que depende de Naciones Unidas. Las partes recurren con frecuencia al arbitraje como mecanismo de resolución de disputas porque encuentran ciertas ventajas de arbitraje como puede ser la agilidad del procedimiento, la posibilidad de que los árbitros sean expertos en la materia objeto de la disputa o pertenezcan al sector industrial correspondiente (en lugar de que se asigne un juez por reparto) y la confidencialidad del procedimiento. No obstante, las principales desventajas de este mecanismo son su coste y que el laudo arbitral es vinculante y definitivo, ante el que no cabe recurso en contrario.
- *Documentos Complementarios.* Con el cierre se produce el perfeccionamiento de la compraventa, ya que en el mismo se hace entrega de los títulos o documentos que acreditan la propiedad de las acciones o activos de la sociedad adquirida y la entrega del precio por la otra parte, junto con otros muchos documentos que reflejan el cumplimiento de las obligaciones suspensivas o accesorias a la transacción, como serían los siguientes:
 - convenio de accionistas (“*shareholders agreement*”)
 - pagarés (“*promissory notes*”)
 - contrato de depósito en garantía (“*escrow agreement*”)
 - contratos laborales de directivos, altos cargos o empleados clave (“*key employee’s employment agreement*”)
 - contrato de cesión (“*assignment and assumption agreement*”)
 - contrato de no-competencia (“*non-competition agreement*”)
 - opiniones legales o fiscales emitidas por los representantes legales de las partes (“*legal and tax opinions*”)

4.4 Requisitos de notificación para adquisiciones de participación en sociedades cotizadas en los Estados Unidos.

La adquisición de sociedades cotizadas vienen reguladas de forma específica, en función de la naturaleza de la transacción (transmisión o venta privada, ampliación de capital, oferta pública de venta, oferta pública de compra) por normativa federal. En general, cualquier oferta o venta de valores de una sociedad cotizada debe ser registrada con la *Securities Exchange Commission*, también conocida como SEC, de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores (“*Securities Act*”) de 1933. Existen diversas excepciones a la obligación de registro, en la Ley de Mercado de Valores de 1933, incluyendo las llamadas Reglas 504, 505 y 506 de la Regulación D (aplicables a ofertas o ventas de valores menores o a un grupo limitado de inversores), la Sección 4 (2) (que se aplica a “inversores acreditados”, es decir, aquellos con una cierta experiencia y sofisticación), la Regla 14 A (aplicable a “compradores institucionales cualificados”) y la Regulación S (aplicable a ventas de valores fuera de los EE.UU.). En principio, si la adquisición encajase en alguna de las excepciones anteriores, el comprador extranjero no estaría sujeto a obligación alguna frente a la SEC. Por su parte la sociedad objeto de adquisición deberá informar a la SEC sobre la toma de participación por parte del comprador extranjero.

Si la participación objeto de adquisición excediere el 5% de las acciones emitidas (“*outstanding*”) de la sociedad cotizada, adicionalmente se requerirá el cumplimiento de ciertas obligaciones de notificación (“*reporting requirements*”) a la SEC. En particular, el comprador deberá, dentro del plazo de los diez (10) días siguientes a la fecha de la adquisición, completar el formulario “13D” y presentar el mismo a la SEC. Si la adquisición se tratara únicamente de una inversión pasiva (es decir, aquellas que en la que el comprador no tiene la intención de obtener, en algún momento posterior, el control o la gestión de la sociedad “*target*” por medio de sucesivas adquisiciones de acciones), el formulario que debería completarse sería el formulario “13G”.

Si la adquisición excediere el 10% de las acciones emitidas (“*outstanding*”) de la sociedad cotizada en una misma fase de la transacción, además de presentar el formulario “13D” o el formulario “13G”, el comprador deberá completar un formulario “3” dentro de dos (2) días siguientes a la fecha de adquisición, puesto que es a partir de ese momento, en que se excede el 10%, cuándo será considerado un “*insider*” de la sociedad.

Posteriormente, si el comprador modifica su participación en la sociedad, el mismo deberá presentar un formulario “4” para informar a la SEC de dicho cambio.

Para poder dar cumplimiento a la normativa de la Ley de Mercado de Valores y por tanto presentar documentación ante la SEC, es necesario obtener ciertos códigos y claves de usuario. Estos trámites deberán ser completados con suficiente antelación, ya que la SEC puede tardar varios días en emitir dichos códigos y claves que podría dar lugar a retrasos en la notificación y registro, y por tanto, en incumplimiento de la regulación aplicable.

4.5 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

En los supuestos en los que en una transacción una de las partes sea un banco (un “*Banking Organization*”), una entidad financiera no bancaria (un “*Nonbank Financial Company*”), o fondo privado de inversión (“*Private Fund Advisor*”), deberá tenerse en cuenta la legislación denominada el “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*” (en adelante,

el “Act”). Esta regulación, adoptada el 21 de julio del 2010, impone nuevas restricciones y expande el marco regulatorio tanto para bancos como para otras instituciones financieras.

En concreto, salvo por ciertas excepciones, los bancos estarán sujetos a requisitos reforzados, las instituciones financieras (no bancarias) además de a los requisitos reforzados (“enhanced”) estarán sujetos a la supervisión del *Financial Stability Oversight Council*, y los fondos de inversión privados estarán obligados a registrarse con la SEC con arreglo a la *Investment Advisors Act* de 1940.

Por otro lado, como resultado de la denominada “Volcker Rule” en el Act, los bancos e instituciones financieras no bancarias tendrán restricciones con respecto a la inversión de sus propios recursos en fondos de inversión privados, incluyendo los “*hedge funds*” y “*private equity funds*”. Las instituciones que se vean afectadas por la entrada en vigor de dicha regulación, cuentan con un plazo de dos (2) años, desde la fecha de entrada en vigor del Act, para ajustar su actividad para dar cumplimiento a la misma.

Por último, cualquier entidad prestamista que estructure y venda un porfolio de deuda garantizada con activo (“*asset backed debt*”) estará obligada a mantener una participación mínima del 5% en dicho porfolio.

4.6 Regulación de la inversión extranjera y del mercado de valores

En EE.UU. no existe una normativa societaria sobre la aportación de capital, los beneficios, intereses, dividendos y los royalties, los cuales pueden ser repatriados sin restricción alguna, sin perjuicio de la tributación fiscal aplicable que corresponda en cada caso. No existen tampoco límites en la cuantía de capital que puede tener un inversor extranjero, excepto en ciertos sectores considerados estratégicos, ni se exige que los administradores (o un mínimo de ellos) sean nacionales o residentes en los EE.UU. Existen como indicábamos ciertos sectores con limitaciones a la inversión extranjera como son las telecomunicaciones, media, aviación, transporte marítimo, energía, minería, banca, seguros y defensa.

Para estos supuestos, existe cierta normativa susceptible de afectar al inversor extranjero. En particular, la *Exon-Florio Amendments* (de 1988), que son enmiendas a la Ley de Defensa de la Producción de 1950, autorizan al Presidente de los EE.UU. a investigar y evaluar el impacto que cualquier adquisición o fusión de una sociedad estadounidense con una persona física o jurídica extranjera, y, su impacto en la seguridad nacional, pudiendo, en su caso, prohibir que la misma se realice. El poder ejecutivo de esta normativa recae sobre el *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS) que, tras los atentados del 11 de Septiembre de 2001, está siendo particularmente activo. Otras normas que pueden incidir en una adquisición por parte de una sociedad extranjera son las relativas a concentraciones (*Hart-Scott-Rodino Act*), que exigen la notificación a la *Federal Trade Commission* cuando el valor de las acciones o activos adquiridos supera ciertos umbrales, los cuales se ajustan periódicamente, y las relativas a inversiones extranjeras en inmuebles (*Foreign Investment in Real Property Tax Act* o FIRPTA).

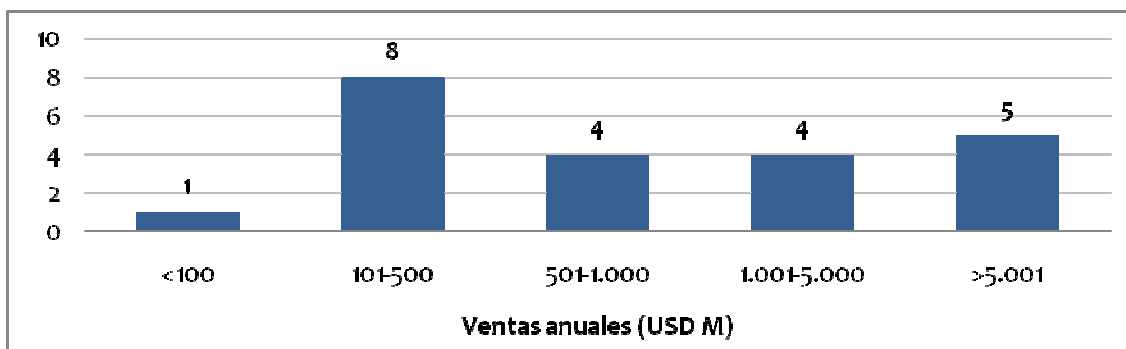
5 Resultados del estudio

En el presente capítulo se presentan los resultados del estudio. La información cuantitativa⁶ ha sido obtenida a partir de la información recabada mediante el cuestionario, asimismo, dicha información se acompaña de comentarios cualitativos, los cuales en algunas ocasiones han sido realizados por quienes han respondido a la encuesta y en otras durante las entrevistas en profundidad. Dichas opiniones permitirán al lector tener una mayor comprensión de cuáles son los factores que han impulsado a las empresas a realizar las adquisiciones, con qué problemas y/o riesgos se encontraron y qué soluciones implantaron para mitigarlos.

5.1 Características de la muestra

La muestra se compone de veintidós (22) compañías que han remitido el cuestionario. Dicha muestra está compuesta, en su mayoría, por compañías con un volumen de ventas notable. Según vemos en el Gráfico 3 tan sólo una compañía facturó menos de US\$100M durante 2008.

Gráfico 3. Clasificación de las compañías compradoras según su facturación (2008)

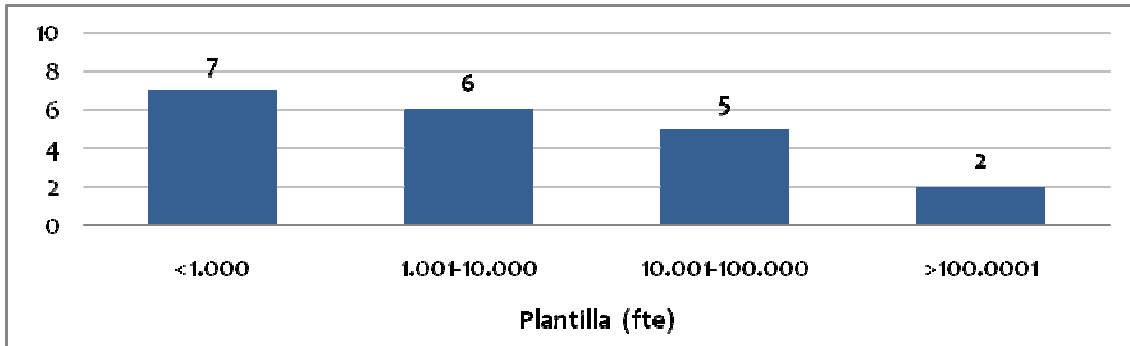


Asimismo también podemos apreciar en el Gráfico 4 que con la excepción de dos (2) compañías que han preferido no facilitarnos información sobre sus plantillas, las empresas de la muestra tienen también un tamaño relevante en cuanto a “headcount”⁷.

⁶ En algunos casos las personas responsables han preferido no precisar información sobre las ventas de la compañía, el grado de apalancamiento, etc. Razón por la cual el total de elementos de la muestra en cada uno de los análisis realizados no siempre coincide con el número de elementos en la muestra (22).

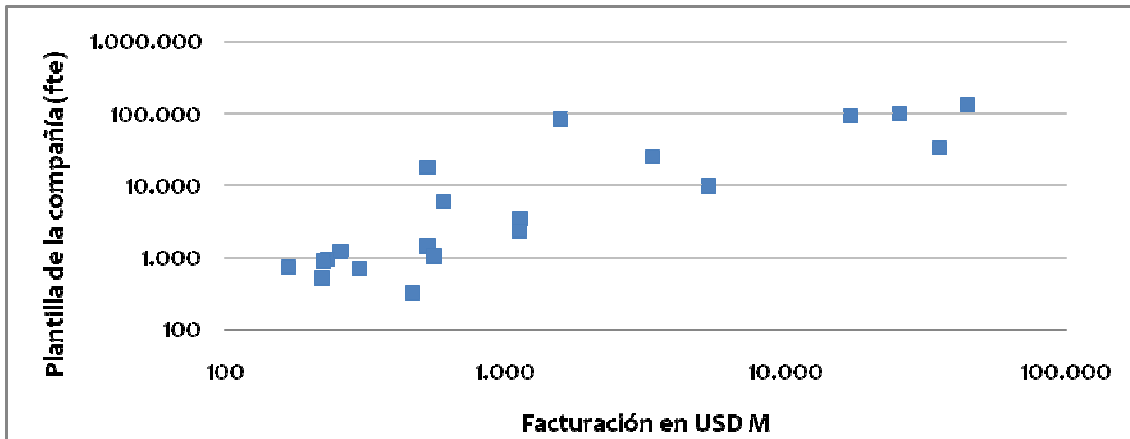
⁷ Se entiende por “headcount” el número de personas que trabajan en la compañía.

Gráfico 4. Clasificación de las compañías compradoras según su plantilla (2008)



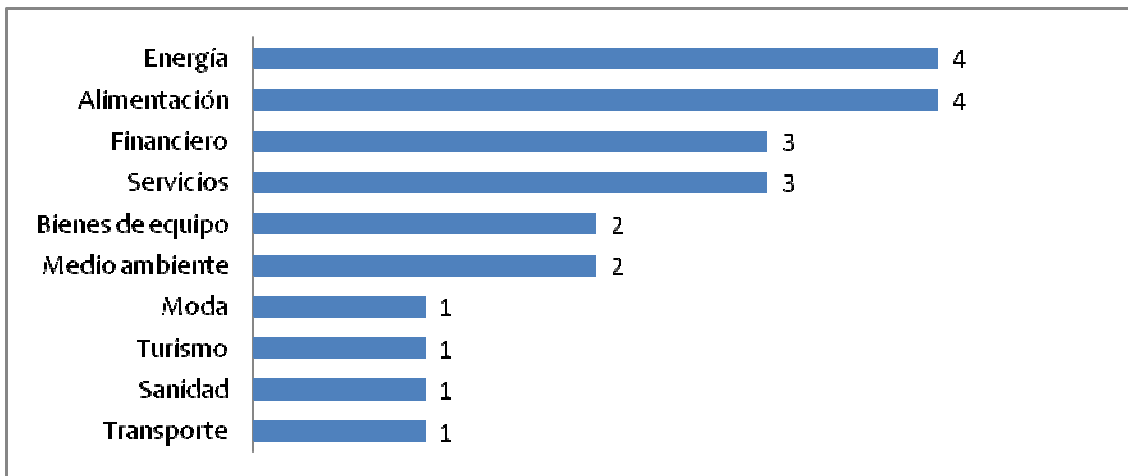
De forma ilustrativa, también se ha incluido el Gráfico 5, en el cual se muestra la relación entre la plantilla de cada una de las empresas y las ventas de éstas (ambos ejes en escala logarítmica).

Gráfico 5. Relación entre las ventas y su plantilla



Las empresas de la muestra pertenecen a distintos sectores de la actividad empresarial como se puede comprobar en el Gráfico 6. La mayoría de las transacciones han sido realizadas por empresas del sector energético y de alimentación, seguidas por compañías del sector financiero y de servicios.

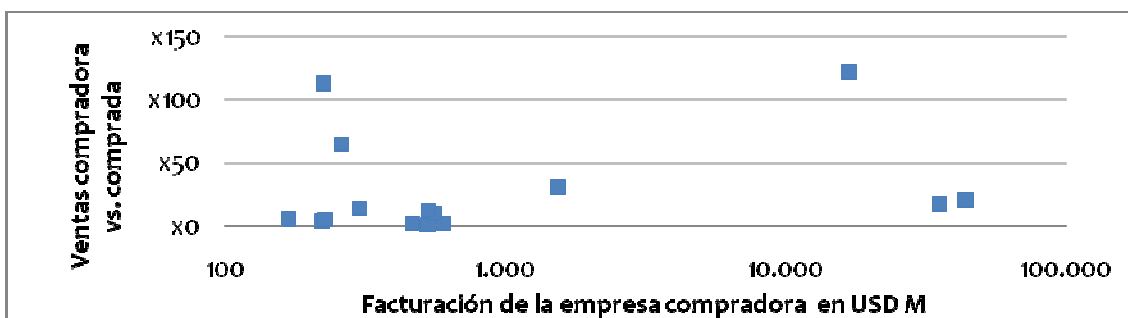
Gráfico 6. Clasificación de las compañías según su sector de actividad



A pesar de que cada transacción es única y completamente diferente al resto, para conocer cuál es el tamaño relativo de la empresa adquirida y la compradora podemos ver el Gráfico 7. Dicha ilustración es meramente enunciativa ya que, como el lector podrá intuir, que una empresa tenga un determinado nivel de facturación no implica que no pueda hacer dos transacciones adquiriendo empresas de tamaños dispares.

De las 15 compañías que han informado sobre las ventas de la compañía adquirida, 6 el (40%) han comprado empresas que facturaban hasta diez (10) veces menos, siete (7) el (47%) han comprado empresas que facturaban entre diez (10) o cien (100) veces menos y sólo dos (2) el (13%) han comprado empresas mucho más pequeñas, cuya facturación era menos de cien (100) veces la de la matriz.

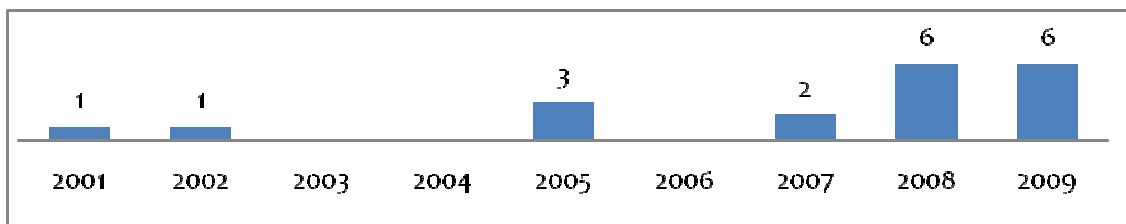
Gráfico 7. Ventas relativas de las empresas en la transacción



5.2 Información sobre las transacciones

Para poner las transacciones en contexto, es relevante conocer cuándo se llevaron a cabo. En el Gráfico 8 podemos ver que de las 19 transacciones en las que nos han informado la fecha, la mayoría, doce (12) el (63%) se han realizado durante los años 2009 y 2008.

Gráfico 8. Fechas de las transacciones estudiadas



5.2.1 Transacciones con estructuras de “earn out”

Se conoce como “earn out” al pago posterior al cierre de la transacción de una parte de su precio, cuyo montante variará en función de unos parámetros definidos en el momento de la venta y que serán calculados con posterioridad, transcurrido un periodo de tiempo acordado en el contrato de compraventa. Normalmente el montante del “earn out” va asociado a la consecución total o parcial del plan de negocio que el vendedor ha incluido en el cuaderno de venta en el contrato de adquisición.

El “earn out” es un elemento que permite al comprador reducir el riesgo asociado a la transacción asociando parte del precio al resultado de la empresa adquirida e incrementa el compromiso del vendedor con el plan de negocio propuesto.

Tabla 3. Utilización de estructuras de “earn out”

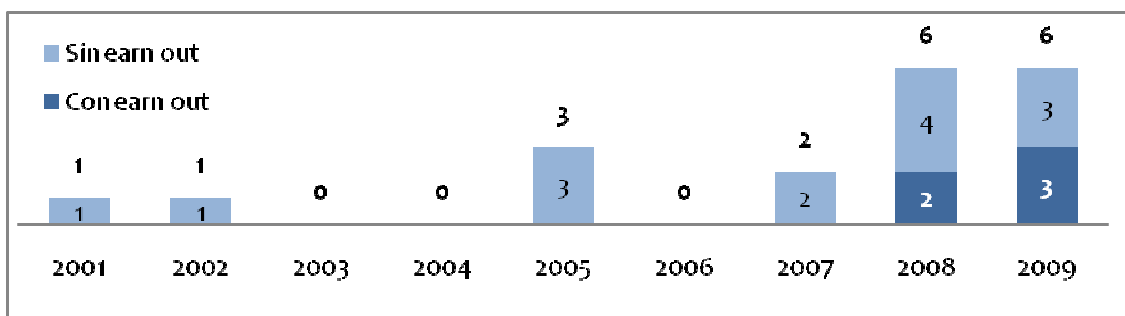
Con “earn out”	Sin “earn out”
<ul style="list-style-type: none"> Nuevas líneas de negocio con resultados económicos inciertos Nuevos mercados todavía incipientes 	<ul style="list-style-type: none"> Negocios maduros cuyos “drivers” de negocio son conocidos por todos. Vendedor y comprador están en el mismo negocio y lo conocen perfectamente. Empresas con un balance grande y que necesitan de gran cantidad de activos para realizar su actividad. Negocios que son integrados rápidamente por la empresa compradora.

Es especialmente importante el último punto que en muchas ocasiones dificulta el la definición de las métricas del “earn out” así como el establecimiento de sus valores objetivo, ya que cuando el negocio de la empresa adquirida no permanece relativamente “separado” del de la empresa compradora no es posible medir de una forma objetiva si se han conseguido los valores objetivos establecidos. Este hecho es sumamente frecuente cuando existen fuertes sinergias derivadas de la integración de los negocios tras la transacción. Por tanto, normalmente la compañía compradora muchas veces realiza estructuras de “earn out” sobre determinadas líneas de negocio, normalmente las que no conoce y no sabe bien cómo valorar y que por tanto su integración produce menos sinergias, comprometiéndose a que dichas líneas de negocio no serán integradas mientras dure el periodo del “earn out”.

Cabe resaltar que durante los años de expansión económica (hasta 2007 inclusive) el mercado de las transacciones era un mercado dominado por los vendedores, quienes imponían sus condiciones, lo que hacía que huyeran de los “earn out”, ya que a ellos únicamente introducían una complejidad adicional. En el entorno económico actual el número de transacciones que cuentan con este tipo de estructuras es notablemente

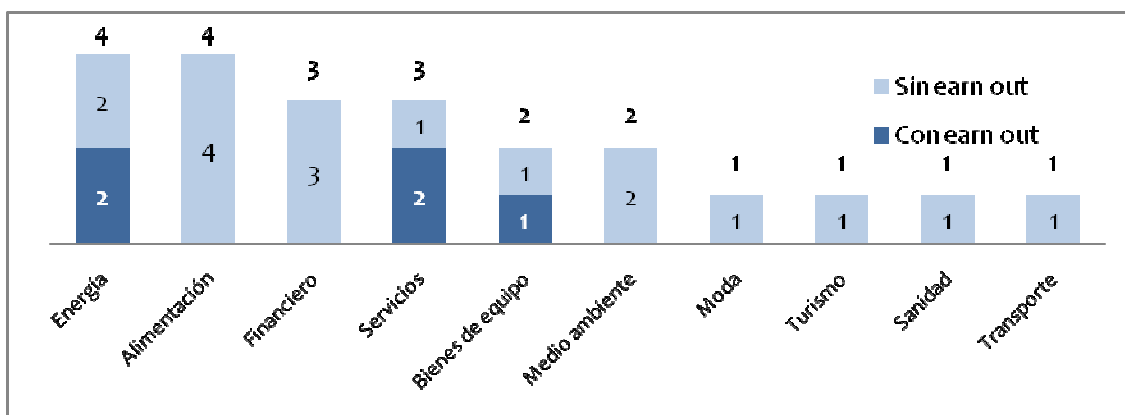
superior, prueba de ello es que de la muestra, se han utilizado en 5 ocasiones estructuras de “earn out” y todas ellas han sido entre 2009 y 2008 (ver Gráfico 9).

Gráfico 9. Utilización de estructuras de earn out en función de la fecha de la transacción



Analizando la utilización del “earn out” en función del sector de actividad (ver Gráfico 10) comprobamos que se ha utilizado en sector energía, servicio y bienes de equipo. Cabe notar que las transacciones en el sector de energía están sujetas a fuertes condiciones regulatorias (e.g. subvención a energías renovables, marcos tarifarios, etc.) que pueden hacer variar notablemente el valor de la compañía. Asimismo, las compañías compradas en el sector servicios tienen una gran dependencia del capital humano y por tanto se tiende también a intentar condicionar una parte del pago a la consecución de objetivos.

Gráfico 10. Utilización de estructuras de “earn out” en función del sector de actividad



Como se ha indicado anteriormente el “earn out” se utiliza para reducir incertidumbres a la hora de valorar alguna parte o la totalidad del negocio de la empresa adquirida, por tanto tiene sentido que las transacciones asociadas a negocios maduros con marcas fuertemente arraigadas en el mercado como son las transacciones en el sector financiero o en el de la alimentación no sea necesario este tipo de estructuras. Además en estos negocios el “know how” no reside en las personas sino que reside en los procesos productivos y de comercialización.

Tabla 4. Información detallada de las estructuras de “earn out” de la muestra

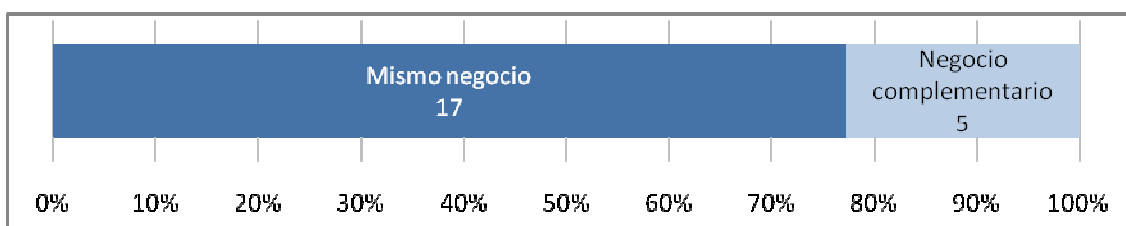
Fecha transacción	Sector	Importe	Plazo (años)
Abril 2009	Servicios	5%	2
Abril 2009	Energía	5%	2
Marzo 2009	Energía	8%	1
Octubre 2008	Servicios	15%	3
Octubre 2008	Bienes de equipo	5,6%	1

En la Tabla 4 se observa que el montante del “earn out” de las transacciones de la muestra está entre el 5% y el 15%; y que normalmente se ejecutan como muy tarde al cabo de tres (3) años.

5.2.2 Tipo de negocio de la empresa adquirida

Normalmente las compañías que realizan la transacción intentan limitar bastante los riesgos asociados, por esta razón es habitual que al acceder a un nuevo mercado geográfico, con las incertidumbres que ésta conlleva, se haga siempre en negocios previamente conocidos. Tan sólo tendría sentido la adquisición de una compañía en un negocio complementario⁸ al de la compradora cuando se busque un “know how” especial / diferencial y que sólo sea posible encontrarlo disponible en dicho mercado. Según vemos en el Gráfico 11, el 77% de las empresas han comprado compañías centradas en su mismo negocio, siguiendo el razonamiento anterior.

Gráfico 11. Transacciones según la relación del negocio de la empresa compradora y comprada



Si vemos el detalle de las cinco (5) transacciones con empresas centradas en negocios complementarios, las tres (3) cuyo valor de transacción es mayor tienen asociadas estructuras de “earn out”, permitiendo así al comprador mitigar parcialmente el riesgo asociado al desconocimiento del negocio de la empresa comprada.

Tabla 5. Detalle de las transacciones con empresas centradas en negocios complementarios

Sector	Estructura de “earn out”	“Deal value”(USD M) Aprox.
Bienes de equipo	Sí	450
Servicios	Sí	35
Servicios	Sí	10
Bienes de equipo	No	10
Alimentación	No	No disponible

5.3 Contratación de asesores

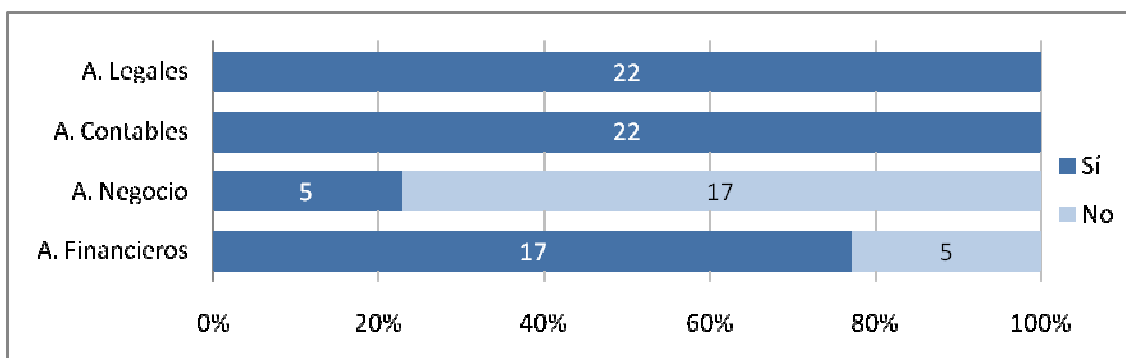
Normalmente la adquisición de compañías no forma parte de la operativa diaria de las compañías, especialmente de aquellas que todavía no tienen la dimensión de una gran

⁸ Nos referimos con el adjetivo **complementario** al negocio de una compañía comprada que tiene alguna relación con el negocio de la empresa compradora pero que no es exactamente el mismo (e.g. proveedores y/o clientes sobre todo).

multinacional. Razón por la que una parte muy importante del peso de la transacción recae en equipos externos, que son contratados por un breve periodo de tiempo para preparar, ejecutar la transacción y ayudar en la integración posterior de la compañía.

Los asesores de la parte compradora pueden ser clasificados según su función en cuatro (4) grandes grupos:

- Asesores contables o auditores: su labor consiste en dar garantía a la empresa compradora conforme a que las cuentas y balances contables sobre los que se ha basado la valoración de la transacción corresponden con la realidad de la empresa objeto de la transacción. Proveen lo que denominan “*transaction services*”, consistente en la preparación de la cuenta de resultados, comprobación de la observación de la normativa en materias laborales, administrativas e incluso medioambientales. Su precio varía en función de muchos parámetros, e.g. la competencia en el mercado, la ubicación de la compañía, la complejidad de ésta, etc.
- Asesores legales: su labor consta de distintas partes interrelacionadas, entre las que destacan:
 - Realización de la “*Due Diligence*” o revisión legal de la compañía y/o activos “*target*”.
 - Asesoramiento sobre la estructura y coste fiscal asociado a la transacción, lo que normalmente supone el diseño de la estructura legal de la adquisición con el fin de adaptarla a las necesidades de la transacción minimizando su impacto fiscal.
 - Intervención en las negociaciones sobre los aspectos legales de la transacción.
 - Redacción del contrato de compraventa y de los demás acuerdos relacionados o consecuencia del mismo (tales como los contratos accesorios, acuerdos transitorios, pactos entre accionistas, etc.).
 - Preparación de las notificaciones a terceros y/o a los organismos regulatorios competentes para la transacción, previos o posteriores al denominado “*closing*” y asistencia legal en los procedimientos de autorización que, en su caso, sean de aplicación.
 - Preparación y asistencia a las partes en el “*closing*” de la transacción.
- Consultores de negocio o estratégicos: normalmente suelen ser asesores de cabecera de la empresa compradora e incluso ocasionalmente definen con anterioridad a la transacción los criterios de búsqueda de las posibles empresas a adquirir. Asimismo, su trabajo también se puede alargar en el tiempo, diseñando e implantando planes de integración de las organizaciones. Habitualmente sólo las grandes multinacionales suelen ir acompañadas de este tipo de consultores.
- Asesores financieros: se encargan de llevar a cabo la negociación de los términos de la transacción entre las partes y con los bancos, en concreto aspectos tan relevantes como el precio, los plazos, las garantías de cada una de las partes, obtención de financiación, etc. Su labor culmina con la firma de la transacción.

Gráfico 12. Utilización de asesores en las transacciones por tipología

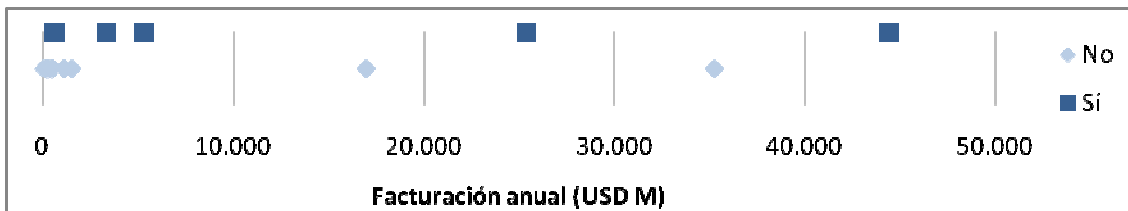
De la muestra de veintidós (22) compañías todas han utilizado en sus transacciones asesores legales y contables (ver Gráfico 12). Este tipo de asesores se utiliza también en las transacciones en las que en vez de comprar una compañía se adquirieron algunos activos de la compañía (“*asset deal*”) y a aunque el importe de la transacción pudiera ser relativamente bajo.

Asimismo, también podemos comprobar cómo los asesores financieros están presentes en diecisiete (17) el (77%) de las transacciones de la muestra. En la cultura anglosajona el asesor financiero juega un papel fundamental y está presente en la práctica totalidad de las transacciones. Cabe notar que en muchas ocasiones al objeto de acabar cerrando una transacción deben utilizarse tácticas de negociación agresivas, que si son realizadas por la empresa compradora pueden dejar secuelas posteriormente en relación con la empresa adquirida.

También podemos observar que tan sólo en cinco (5) transacciones han estado presentes los consultores estratégicos y muchas veces éstos trabajan⁹ de la mano de la empresa compradora. Como no podría ser de otra forma las compañías que van de la mano de consultores estratégicos son aquellas que poseen un mayor tamaño. Según vemos en el Gráfico 13, de entre las 6 compañías que más facturaron en 2008 de la muestra, cuatro (4) de ellas utilizaron consultores estratégicos en sus transacciones. Debe añadirse que tiene sentido incorporar a los asesores de negocio en aquellas transacciones en las que la empresa compradora no conoce muy bien el negocio de la empresa adquirida, en estos casos los consultores de negocio proporcionan confort sobre las hipótesis definidas en el plan de negocio de la compañía adquirida así como en la viabilidad del propio plan de negocio en general.

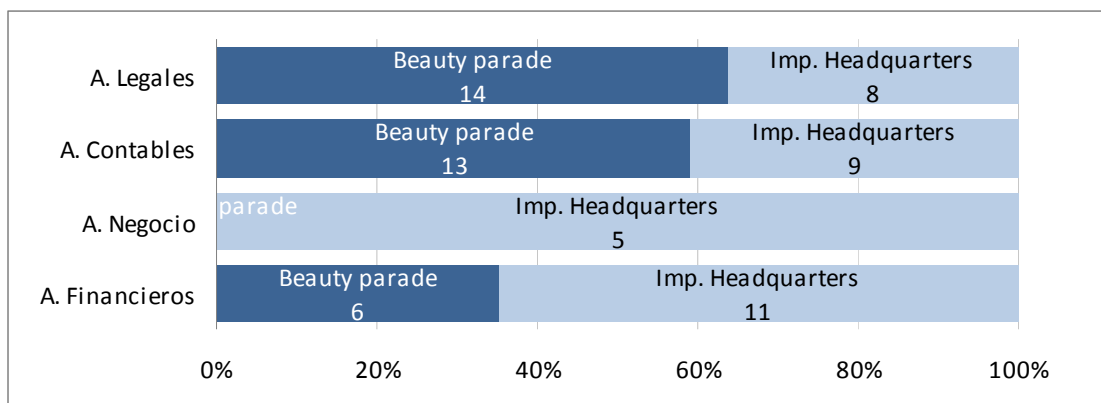
⁹ Normalmente los consultores estratégicos realizan un trabajo muy valioso pero es seguido, revisado y guiado por la empresa compradora. Es sumamente raro ver transacciones en las que los consultores estratégicos definen un plan de negocio para la empresa adquirida sin el beneplácito de la empresa compradora que a la postre será la responsable ante sus accionistas del resultado económico de la transacción.

Gráfico 13. Relación entre la facturación y la utilización de consultores estratégicos



Asimismo es curioso el mecanismo de elección de los distintos tipos de asesores, según vemos en el Gráfico 14, cerca del 60% de los asesores legales y contables se escoge por “*beauty parade*” el resto se impone desde la central, en cambio dicho porcentaje baja hasta el 35% en el caso de los asesores financieros. Como ya habíamos adelantado es muy común que los consultores de negocio sean impuestos desde la central.

Gráfico 14. Utilización de asesores en las transacciones por tipología



Entendemos por “*beauty parade*” el proceso competitivo por el cual se elige a un asesor de entre un grupo, dándoles a todos los posibles contendientes la información relevante para que realicen un enfoque preliminar de cómo abordarían el trabajo y una estimación de su coste.

Las razones por las que en muchos casos las compañías que compran escogen este tipo de procedimiento a la hora de elegir a sus asesores son:

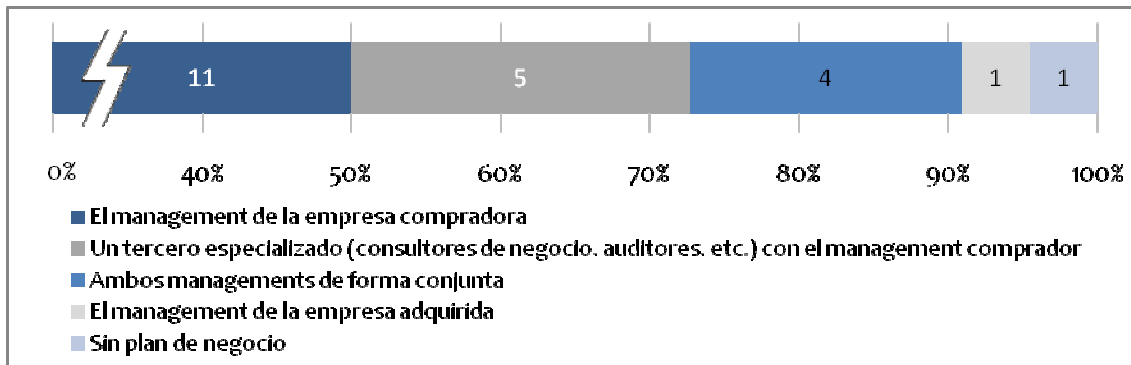
- Sus asesores en España no tienen, o no tienen medios suficientes en el país, Estados Unidos en este caso, para asistirles en la transacción.
- Sus actuales asesores tienen un conflicto de interés para asistirles en la transacción.
- Otro tipo de razones como podrían ser, de forma no exhaustiva, el descontento con sus actuales asesores, que estén pensando en cambiarlos o bien porque les producen desconfianza debido a la alta rotación de sus equipos.

5.4 Resultado económico – financiero de la inversión

Desde el punto de vista más financiero, con excepción de la única transacción de activos (“*asset deal*”) de la muestra, todas las empresas diseñaron un plan de negocio al objeto de determinar las necesidades de recursos así como los retornos de inversión esperados de la compañía objeto de la transacción. Asimismo, será necesario disponer de dicho plan de negocio con anterioridad a la realización de la siempre transacción que sea necesario

recurrir a la obtención de financiación ajena, ya que los bancos serán los primeros interesados en analizar la viabilidad del plan de negocio previamente a la concesión de facilidades financieras.

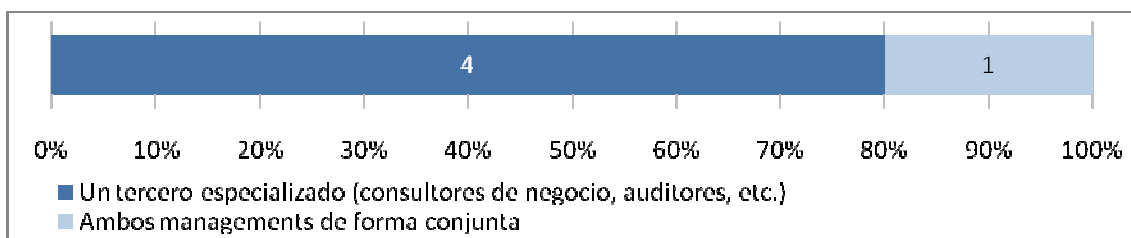
Gráfico 15. Equipo encargado de la realización del plan de negocio



Al analizar los resultados de la Gráfico 15 comprobamos que en la mitad de los casos el plan de negocio lo realiza el equipo directivo de la empresa compradora. En cinco (5) casos lo realiza un tercero especializado pero debe resaltarse que normalmente también con una alta involucración por parte del equipo directivo de la empresa compradora. En cuatro (4) ocasiones es conjuntamente el equipo directivo de ambas empresas y únicamente en un (1) caso lo realiza el de la empresa comprada.

Si cruzamos este factor con el hecho de que el negocio de la empresa compradora y el de la empresa adquirida sean complementarios, es decir, que no se dediquen exactamente a la misma actividad, (ver Gráfico 16), comprobamos que en estas transacciones se ha requerido mucho más la participación de terceros con cierta experiencia en el negocio. De las cinco (5) transacciones en las que las empresas estaban en negocios complementarios, en cuatro (4) de ellas el plan de negocio lo realizó un tercero externo respaldado siempre por el equipo directivo, y en una (1) lo realizaron de forma conjunta ambos equipos directivos.

Gráfico 16. Relación del plan de negocio en empresas de negocios complementarios



5.4.1 Inversiones extraordinarias

A la hora de evaluar el resultado económico-financiero de una inversión es importante conocer qué inversiones no planificadas han sido necesarias posteriormente a la adquisición. Normalmente éstas ocurren por la no consecución del plan de negocio, requiriendo éste mayores inversiones sobre todo por dos (2) motivos:

- Hipótesis demasiado optimistas del plan de negocio que hacen que el plan de negocio no sea realista. Este hecho ocurre normalmente por desconocimiento del negocio, lo que hace que no se hayan planificado adecuadamente ineficiencias,

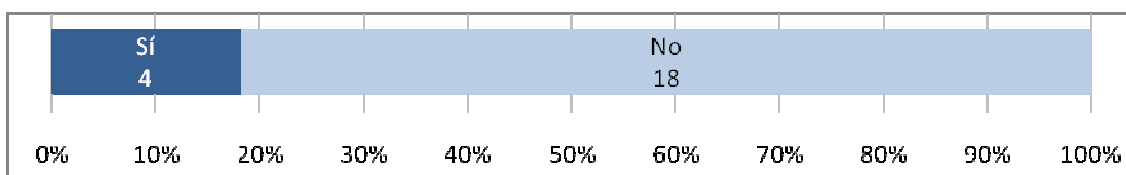
descensos de productividad, etc. Normalmente, la utilización de hipótesis optimistas da lugar a planes de negocio inalcanzables.

- Cambio de las condiciones competitivas que hace imposible la consecución del plan de negocio, e.g. entrada de nuevos competidores, bajada de precios regulados, aumento de la presión fiscal, etc. En contraposición al punto anterior cabe resaltar que el cambio de las condiciones competitivas puede jugar a favor o en contra del plan de negocio, es decir, igual que pueden subir los impuestos, también pueden ser bajados incrementando por tanto los retornos de la inversión con respecto al plan de negocio originalmente diseñado.

De las veintidós (22) transacciones de la muestra, tan sólo en cuatro (4) han sido necesarias inversiones posteriores (ver Gráfico 17). El importe de la desviación ha sido en un caso del 100%, aunque el importe de la transacción fue relativamente pequeño), en otro del 32% y del 25%¹⁰.

Como se verá en el apartado 5.6, una de las mayores dificultades a la hora de realizar una transacción es la posterior consecución de los objetivos planificados, por lo que es realmente importante realizar un plan de negocio realista.

Gráfico 17. Necesidad de inversiones adicionales

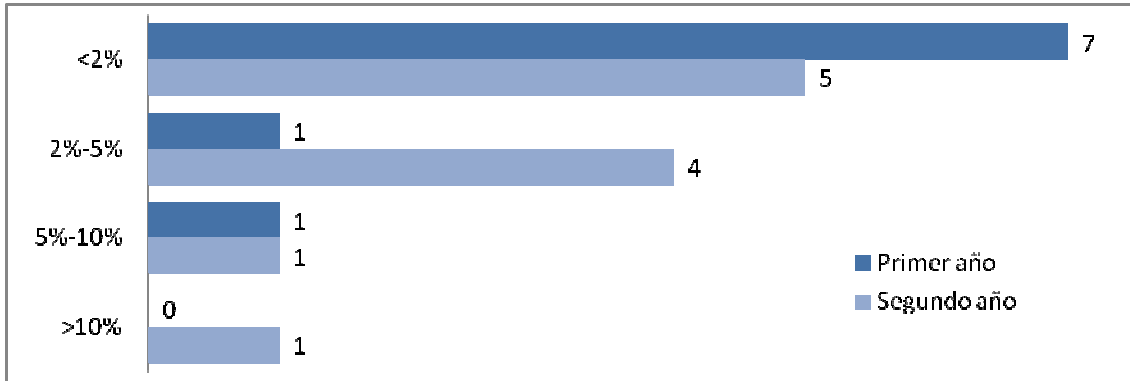


5.5 Resultado a nivel organizativo y de recursos humanos

Para valorar la forma en que se ha realizado la transición, hemos pedido que valoren el personal clave que dejó la compañía durante el primer y segundo año tras la transacción. De las nueve (9) compañías que han contestado (ver Gráfico 18), siete (7) afirman que durante el primer año la salida no deseada de personal fue menor del 2%, y nueve (9) afirman que al final del segundo año sólo se había marchado menos del 5%.

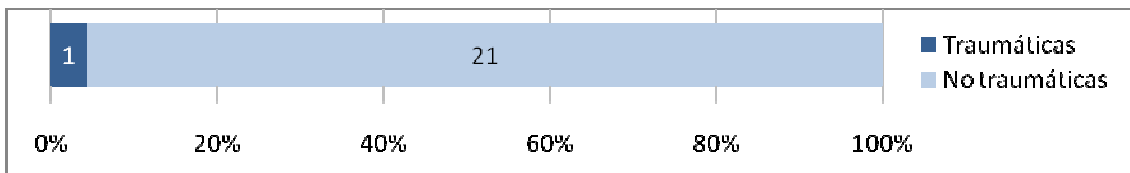
¹⁰ Hubo una compañía que no indicó el montante de la desviación.

Gráfico 18. Número de transacciones con salida no deseada de personal clave de la compañía adquirida



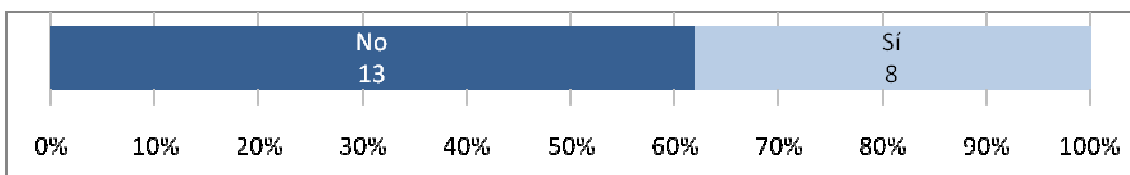
No obstante tan sólo en un único caso afirman que las salidas del personal clave de la empresa comprada han sido traumáticas (ver Gráfico 19).

Gráfico 19. Salidas del personal clave



De cara a reducir la rotación no deseada es praxis habitual que las compañías introduzcan en los contratos de compraventa cláusulas de no competencia (“*non-compete*”) para los accionistas salientes y planes específicos para retener y motivar al personal crítico (“*non-solicit*”). De las veintiún (21) empresas de la muestra que han respondido, ocho (8) (38%) ha diseñado un plan para retener al personal clave (ver Gráfico 20).

Gráfico 20. Transacciones en las que ha existido un plan de incentivos para el personal



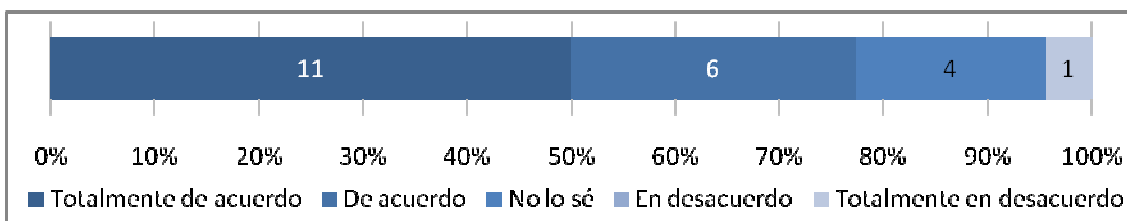
Un hecho que debe ser tomado en consideración es el esfuerzo que se le va a requerir al equipo directivo de la empresa compradora para la integración y posterior coordinación de las personas y funciones de la empresa comprada. Si bien la involucración de la dirección durante la etapa de integración debe ser muy importante, como transcurre durante un periodo de tiempo más bien limitado puede recurrirse a ayuda de terceros especializados; no obstante la coordinación de personas y funciones posterior va a ser algo que deberá hacerse desde la propia compañía. Si a lo anterior sumamos el hecho de que, como se ha comentado, el mercado estadounidense es un mercado geográficamente lejano y con distinto uso horario, obtenemos que puede dar lugar a que el equipo directivo se desgaste considerablemente a causa de la transacción si no se tiene plena consciencia y se toman las medidas oportunas. Este hecho se pone de manifiesto en la valoración de las preocupaciones / fracasos de las compañías a la hora de realizar transacciones en el apartado 5.6.

5.6 Valoración general de la transacción

Con carácter genérico se ha pedido a las veintidós (22) empresas de la muestra que realicen una valoración global de la transacción desde la vertiente comercial, financiera, de producción y estratégica. Dicha valoración se ha realizado de forma cualitativa, según se ve a continuación.

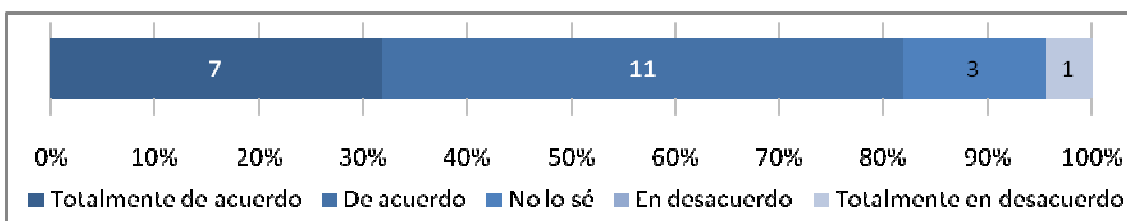
Desde el punto de vista comercial parece que casi el 80% de las compañías de la muestra está de acuerdo con que la transacción fue exitosa (ver Gráfico 21).

Gráfico 21. Valoración por parte de la empresa compradora de la transacción según la vertiente comercial



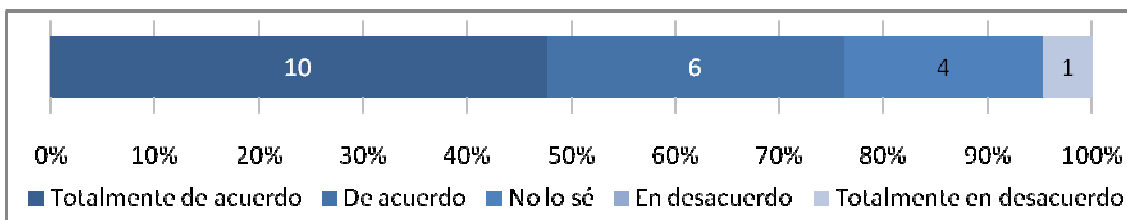
Desde el punto de vista financiero parece que más del 80% de las compañías piensan que ha sido exitosa la transacción (ver Gráfico 22).

Gráfico 22. Valoración por parte de la empresa compradora de la transacción según la vertiente financiera



En cuanto al enfoque desde la parte de producción los resultados¹¹ son similares a la vertiente comercial (ver Gráfico 23).

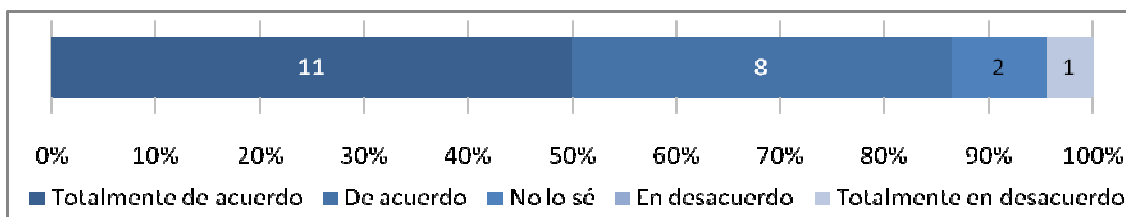
Gráfico 23. Valoración por parte de la empresa compradora de la transacción según la vertiente de producción



No obstante, lo que es indiscutible es que las empresas compradoras piensan que las transacciones tenían mucho sentido desde el punto de vista de su encaje estratégico ya que más del 85% así lo ha considerado (ver Gráfico 24).

¹¹ En este apartado ha habido una empresa que no ha contestado.

Gráfico 24. Valoración por parte de la empresa compradora de la transacción según la vertiente estratégica



De forma general podemos concluir que las veintidós (22) transacciones de la muestra han sido consideradas por las compañías compradoras como bastante exitosas.

Además, hemos pedido a quienes han completado los cuestionarios que nos indiquen, de forma cualitativa, cuáles son los mayores beneficios / éxitos y las mayores dificultades / fracasos de las transacciones. A continuación se detallan las respuestas agrupadas.

Los beneficios / éxitos de las transacciones han sido:

- Acceso al mercado estadounidense, no únicamente por tener un tamaño más que relevante sino por ser un mercado en muchas vertientes más avanzado que el mercado español y como plataforma para el posterior acceso a otros mercados.
- Sinergias en el mercado estadounidense, estas sinergias se producen tanto a la hora de amortizar las inversiones en I+D para el lanzamiento de nuevos productos como en los ahorros en los costes de “overhead”. También se refieren a la consecución de economías de escala a la hora de aprovisionarse.
- Acceso a nuevo “know how”.
- Mejora del servicio a sus clientes actuales (servicio global).
- Plataforma de proyección de directivos.

Como contrapartida las dificultades / fracasos han sido:

- La no consecución de los objetivos marcados, bien por desconocimiento del mercado o del negocio.
- Pago de un precio elevado y por tanto mayor presión financiera.
- Dificultad para adaptarse al mercado estadounidense.
- Coste asociado al desgaste del equipo directivo en la integración.
- Complejidad en la gestión de una compañía remota (e.g. coordinación de personas).

6 Conclusiones

Como ya se ha indicado al principio del presente estudio, uno de los objetivos era extraer conclusiones en forma de “best practices” y permitir que éstas puedan ser compartidas con otras empresas que bien están en procesos similares o bien tienen inquietud de llevarlos a cabo.

6.1 Crecimiento orgánico vs. operaciones corporativas

Es importante valorar acertadamente las ventajas y desventajas que comporta cada una de las opciones según la tipología del negocio que se desea desarrollar o adquirir. A partir de dicha valoración se deberá tomar una decisión sobre la alternativa de crecimiento que se quiere llevar a cabo.

Cuando hemos tratado este tema en las entrevistas en profundidad con el panel de expertos, los entrevistados nos han confirmado que aunque pueda parecer que inicialmente el crecimiento orgánico tiene un menor riesgo, no es así, ya que el gran riesgo asociado a éste es que no consiga despegar nunca. Por tanto, las compañías con un tamaño relevante optan por la adquisición como la principal vía de crecimiento.

Según podemos observar en la tabla Tabla 6 en los sectores de actividad maduros, como es el caso del de la alimentación, la mayoría del crecimiento se realiza por adquisiciones (71%). Estamos hablando de cómo crecen Nestlé, Cargill, Coca Cola, Pepsico, ConAgra, Danone, etc. Dicho porcentaje, si cabe, debería incrementarse cuando hablamos de adquisiciones en otros países.

Tabla 6. Métodos de crecimiento internacional de las compañías del sector de alimentación entre 1998 y 2001¹²

	Adquisición	Fusión	Joint Venture	Alianza	Inversión	Particip.	Acuerdo comercial
98-99	99	7	11	1	0	9	0
99-00	94	10	16	4	0	11	0
00-01	93	10	15	3	4	13	1
Total (%)	71%	7%	11%	2%	1%	8%	<1%

Las “joint venture” a pesar de que teóricamente tienen sentido, normalmente sufren la carencia de empuje de un líder, es decir, de un accionista que establezca claramente las prioridades del desarrollo de la compañía. Éste hecho además se complica cuando es una JV entre una empresa española y otra norteamericana en los Estados Unidos ya que se complica notablemente la gestión para la empresa española por la mayor proximidad e influencia del accionista local.

Asimismo, el panel de expertos cree que es muy importante no precipitarse a la hora de realizar transacciones pero aprovechar las oportunidades del mercado, para lo cual es conveniente desarrollar una estrategia de acercamiento a las empresas objetivo, de forma que aunque sus accionistas no estén pensando en desinvertir, cuando se decidan a hacerlo éstos se pondrán en contacto de forma inmediata.

6.2 Definir claramente el objetivo buscado

Es muy importante establecer y priorizar qué características debe cumplir la empresa objetivo (“target”). Además de establecer unos criterios claros, también será necesario determinar el proceso de decisión que se llevará a cabo y ser fiel a éste en caso contrario se corre el riesgo de que la organización pierda el tiempo, *momentum* y la motivación.

Es una sabia decisión invertir únicamente en sectores conocidos y comprendidos, bien sean el mismo negocio o un negocio relacionado, de esta forma se reduce el riesgo de fracaso del resultado de la transacción.

6.3 Tamaño de la adquisición

Es recomendable comprar empresas más pequeñas que la empresa adquiriente, aunque ha habido numerosos casos en que empresas pequeñas adquirirían a empresas mayores, no obstante la complejidad posterior de su integración y gestión es mucho mayor.

¹² Fuente: documento “International Acquisition and Other Growth Strategies: Some Lessons from the Food and Drink Industry” de Richard Lynch publicado en la Thunderbird International Business Review, Vol. 48(5) 605-622 • septiembre – octubre de 2006.

En el caso de que sea la primera adquisición que realiza una empresa, la primera operación debería ser relativamente pequeña, de forma que sea fácilmente asumible (< 40% del tamaño del adquirente). De otra forma podría ser contraproducente, produciendo una honda frustración al no haber finalizado la transacción exitosamente o haber sido extremadamente compleja su integración.

Según las entrevistas conducidas al panel de expertos, aunque depende de muchos factores como el sector de actividad, la competencia, etc., el tamaño mínimo para una adquisición no debería ser inferior a los US\$13M. Cuando el tamaño es inferior, a pesar de que la transacción pueda tener mucho sentido, los costes de transacción hacen que el resultado de ésta empeore notablemente.

6.4 Contar con un equipo externo

Dado que tanto el crecimiento orgánico (“*greenfield*” o expansión) como la realización de operaciones corporativas raramente forma parte de la actividad diaria de las compañías (sólo en grandes multinacionales) es conveniente dejarse asesorar y contar con asesores preparados para abordar este tipo de operaciones. Como ya se ha comentado en el apartado 5.3., es necesario contar con asesores contables o auditores, asesores legales y asesores financieros.

- Los asesores contables o auditores para dar confort de que la contabilidad de la empresa que se adquiere es un fiel reflejo de la realidad de ésta.
- Los asesores legales para la revisión legal del “*target*”, el diseño de la transacción, la preparación del contrato de compraventa y documentación complementaria, la asistencia en las notificaciones y procedimientos de autorización que procedan y la asistencia en el “*closing*” de la transacción.
- Los asesores financieros pueden ayudar en dos momentos diferenciados:
 - Primeramente contactarán con las empresas que encajen con los criterios de selección. Además normalmente los asesores financieros de reconocido prestigio en el mercado pueden acceder a casi cualquier compañía a sus niveles más altos (dirección general o propiedad), consiguiendo de esta forma una mayor llegada y, aunque no sea tan importante cuando se trata de transacciones internacionales, realizando contactos anónimos que no levanten sospechas.
 - Posteriormente, una vez se entablen negociaciones con una empresa, intentarán plantear en la negociación con la contraparte estructuras para minimizar los riesgos como son los “*earn out*”, y sobre todo la negociación de las cláusulas del contrato de compraventa que a la postre serán las que vincularán a las partes (e.g. manifestaciones y garantías, indemnidades, obligaciones de las partes, pactos, etc.)

Asimismo, según sean los conocimientos de la empresa compradora sobre el sector de actividad y el mercado donde trabaja la empresa comprada, sería conveniente contar con el asesoramiento de consultores de negocio.

6.5 Pago de la transacción

Mientras que los años transcurridos desde 2000 hasta 2007 el mercado de las transacciones ha sido dominado por los vendedores, quienes imponían sus condiciones al encontrar siempre a algún comprador dispuesto a aceptarlas; la situación ha cambiado en 2008, 2009

y 2010, momento en que la financiación es clave para poder acometer la inversión y por tanto son los compradores quienes pueden imponer con mayor facilidad sus condiciones.

A la hora definir conjuntamente con el vendedor la estructura de la transacción es difícil establecer cuáles son las buenas prácticas ya que cada caso particular es distinto, no obstante, de forma muy genérica, existen una serie de puntos que deben ser tenidos en cuenta.

- **Earn out**¹³. En la medida de lo posible, supeditar el pago de las partes del negocio cuya evolución futura conlleve mucha incertidumbre a fórmulas de “*earn out*”.
- **Pago aplazado**. Exigir al vendedor que aplace el pago de parte del precio a cambio de garantías.
- **Vendors loan**. El caso genérico del punto anterior es lo que conocemos con el término inglés de “*vendors loan*”; se conoce con este término a la financiación que el vendedor otorga al comprador para que éste pueda llevar a cabo la transacción, normalmente en condiciones ventajosas con respecto a la financiación bancaria.

6.6 Involucrar al equipo interno

Desde las fases más tempranas la empresa compradora debe ser consciente que los procesos de adquisiciones requerirán de tiempo de calidad de sus directivos. Además, el equipo debe ser incorporado al proceso en las fases más tempranas, haciéndolos partícipes, especialmente al equipo financiero y operativo, de esta forma se consigue:

- Minimizar las posibles resistencias internas a la hora de plantear una operación corporativa.
- Involucrar y hacer que el equipo directivo se identifique con el resultado de la operación.

Asimismo, debe tenerse en consideración la complejidad que implica para el equipo directivo la coordinación remota para tomar las acciones oportunas.

Según el panel de expertos consultado, una decisión clave es la selección de las personas a enviar a la nueva compañía adquirida. En referencia a este punto y tras numerosas experiencias parece que todos coinciden en la importancia de enviar a personal “*senior*” de la compañía compradora. Estas personas reúnen una serie de cualidades:

- Entienden y comparten la cultura y los valores de la empresa compradora, los tienen muy internalizados y saben cómo deben de hacerse las cosas para que funcionen en la matriz.
- Tienen claras las estructuras de decisión de la matriz y saben perfectamente cómo priorizar los problemas a abordar.

Asimismo, el panel de expertos coincide en que un puesto clave es la figura del director financiero o el “*controller*”, dicha función debe ser desempeñada por una persona “*senior*” de confianza que además del “*reporting*” cuantitativo pueda proporcionar información cualitativa de lo que está pasando en la compañía, es decir, que pueda, en cierta manera, realizar las labores de interlocución e información a la matriz.

¹³ Para más detalle sobre las estructuras de “*earn out*” ver 5.2.1. Transacciones con estructuras de “*earn out*” en la página 25.

6.7 Integración post-adquisición

Una vez se ha tomado el control sobre la compañía, ésta deberá ser integrada en la mayor brevedad. Por tanto, se deberá establecer un plan de integración post-adquisición que establezca equipos de trabajo, tareas a llevar a cabo y plazos. Durante esta etapa intensa es recomendable contar con el soporte de asesores especializados que lideren el proceso, siempre tutelado por la dirección de la empresa compradora.

6.8 Motivar al personal clave de la empresa comprada

Igual que la dirección de la empresa compradora debe ser cuidada para que no esté expuesta a un desgaste muy grande; también debe tenerse especial cuidado con aquellas personas de especial interés en la empresa adquirida. Para ello es vital identificar qué posiciones/personas son críticas para el desarrollo futuro de la compañía adquirida. Posteriormente es necesario conocer cuáles son las inquietudes de dichas personas y diseñar un plan para retenerlos y motivarlos. Hay empresas especializadas en esta materia que pueden dar soporte en este tema.

De la misma forma, es conveniente establecer sistemas de incentivos para promover internamente el crecimiento vía adquisiciones con el establecimiento de “bonus” por la compra de otras compañías en base a parámetros sencillos como es el EBITDA o las ventas, entre otros. De esta forma, la compañía puede aprovechar el *momentum* generado para incrementar el valor para los accionistas.

7 Anexos

Anexo I. Formulario remitido a las empresas interesadas

Se ha utilizado como base del estudio el presente cuestionario que ha sido suministrado a las empresas colaboradoras.

- I. Información de la empresa
 - I. 1. Nombre de la empresa:
 - I. 2. Nombre de la empresa adquirida:
 - I. 3. La empresa adquiriente ¿había integrado compañías con anterioridad? ¿Cuántas?
 - I. 4. Ventas de la empresa adquiriente (a la fecha de la adquisición) (USD M)
 - I. 5. Ventas de la empresa adquirida (a la fecha de la transacción) (USD M)
 - I. 6. Ventas actuales de la empresa (“like for like”) (USD M)
 - I. 7. Personal de la empresa adquiriente antes de la transacción (FTE)
 - I. 8. Personal de la empresa adquirida antes de la transacción (FTE)
- II. Información de la transacción
 - II. 1. Fecha de la transacción
 - II. 2. Importe de la transacción (USD M)
 - II. 3. ¿Existe “earn out”?
¿De qué importe? (% sobre el término fijo) (%)
¿A cuánto tiempo? (desde la firma hasta la ejecución) (años)
 - II. 4. El negocio de la empresa adquirida es (Mismo tipo de negocio / Negocio complementario al de la empresa adquiriente / El negocio no tiene nada que ver)
 - II. 5. A quién envió la compañía adquiriente para gestionar la empresa adquirida (cargo)
 - II. 6. Grado de apalancamiento de la transacción (%)
 - II. 7. Se han utilizado asesores en la transacción (Asesores legales / Asesores contables / Consultores estratégicos / Asesores financieros/ Bancos de inversión)
 - II. 8. ¿Cómo se eligió cada uno? (“Beauty parade”/ Imposición de “headquarters” / Boca oreja / Otros (especificar cómo))
- III. Resultado económico - financiero de la integración
 - III. 1. ¿Existía un Business Plan (BP) de la integración de los negocios?
 - III. 2. ¿Quién lo hizo? (El *management* de la empresa adquirida / El *management* de la empresa adquiriente / Ambos “managements” de forma conjunta / Un tercero especializado (consultores de negocio, auditores, etc.) / Otros (especificar quién))
 - III. 3. ¿Han sido necesarias inversiones posteriores no previstas?
¿Cuál es su importe en relación al valor de la transacción? (%)
- IV. Resultado a nivel de recursos humanos / organización

- IV. 1. Porcentaje del personal clave que dejó la compañía antes de los 2 años siguientes a la transacción (%)
- IV. 2. Porcentaje del personal clave que dejó la compañía antes de los 5 años siguientes a la transacción (%)
- IV. 3. ¿Han sido traumáticas las salidas de los directivos?
- IV. 4. ¿Existía algún tipo de plan de incentivos para el personal clave?
- V. Resultado a nivel global (Valorar según si está de acuerdo o en desacuerdo entre unos (1) y cinco (5): uno (1) muy en desacuerdo y cinco (5) totalmente de acuerdo)
- V. 1. Desde la vertiente comercial, la integración ha sido un acierto
- V. 2. Desde la vertiente financiera, la integración ha sido un acierto
- V. 3. Desde la vertiente de producción, la integración ha sido un acierto
- V. 4. Desde la vertiente estratégica, la integración ha sido un acierto
- V. 5. ¿Cuál es el mayor éxito de la adquisición?
- V. 6. ¿Cuál es el mayor fracaso de la adquisición?

Anexo II. Obtención de la muestra

Para la realización del presente estudio se ha tomado como elementos de la muestra base a las ciento veinticuatro (124) empresas adscritas a la Cámara de Comercio España-Estados Unidos y que según ésta realizan negocios en los Estados Unidos. Asimismo nos gustaría aprovechar la oportunidad para agradecer profundamente a todas las empresas que han colaborado en la realización del presente estudio.

A continuación se detallan los miembros que han participado en el estudio.

- Abener Energia SA
- Abengoa SA
- Adex USA
- AEQ SA - Aplicaciones Electrónicas
- Afina Sistemas Informáticos
- Agatha Ruiz De La Prada
- AGE Fotostock
- Agro Aceitunera, S.A.
- Agro de bazan S.A.
- Agrupació Olearia Lleidatana S. Coop
- Ajusa
- Aleaciones de Metales Sinterizados S
- Amadeus Global Travel Distribution SA
- Amplex Ingeniería de Radiofrecuencia
- Antonio Mengibar, s.a.
- Applus Servicios Tecnológicos SL
- Aura Foods, S.L.
- Auras Poultry Equipment S.A.
- Automotive Lighting Rearlamps S.A
- AVUI
- Azulejera Alcorense, S.A.
- Banco Español de Crédito
- Banco Popular Español SA
- Banco Sabadell
- Banco Santander
- BBVA
- Befesa Agua SA
- BTV, S.A.

- Candela Hermanos S.A.
- Canela S.A.
- Cerámicas Saloni, S.A.
- Cerezo Berzosa, S.A.
- Compañía Envasadora Loreto, S.A.
- Compañía General de Esencias
- Corporación Gestamp SL
- Covex, S.A.
- D.A.S. Audio, S.A.
- Decotransit, S.L.
- Dogi International Fabrics S.A.(formerly Dogi S.A)
- Dream Fields, S.L.
- Dune, S.A.
- EGEDA
- Emergencia 2000, S.A
- Estiluz, S.A.
- ETB Televisión
- Etxe-Tar
- Euroaliment Proveedor De Alimento
- Euromed S.A.
- Expafe. A.I.E.
- Ferrovial Agroman, S.A.
- Fivent
- Fomento de Construcciones y Contratas SA
- Fotowatio Renewable Ventures Inc
- Fundación Cristóbal Gabarrón
- Géneros de Punto Torras S.A.
- Gorina S.A.
- Grifols S.A.
- Grupo Ebro Puleva S.A.
- Grupo Eulen
- Grupo Europa Press
- Grupo Romeu
- Grupo Ruases
- Grupo Santander

- Hermex Sumiper, S.L.
- Hotusa Group; Losan Hoteles, S.L.
- Hurtado Muebles Decoración, S.A.
- Iberdrola SA
- Imago Group (former Odeco Electrónica SA)
- Industria de Turbo Propulsores SA
- Industrias El Gamo, S.A.
- Industrias Puigjaner, S.A.
- Informa, S.A.
- Inoxcrom, S.A.
- Italgres - Italceraámica S.A.
- IVEX, S.A.
- Jaz Zubiaurre, S.A.
- Joma Sport, S.A.
- La Taberna del Alabardero - Grupo
- LENG D'OR, S.A.
- LOGFRET ESPAÑA SL
- Magnanni, S.L.
- Media Planning
- Menkes, S.A.
- MERAK SISTEMAS INTEGRADOS
- Mezlan S.L.
- MPG
- Navarra de Componentes Electrónicos
- Nicsa
- North Wind Yard S.L.
- Obrascon Huarte Lain SA
- Ona Electro-erosión, S.A.
- Pacha Ibiza S.A.
- Panama Jack Espana
- Parques Reunidos SA
- Pescanova SA
- PharmaMar
- Probitas Pharma, S.A.
- Quide S.A.

- Ramondin S.A.
- REMSA - Revestimientos Especiales
- Repsol YPF, S.A.
- Sacha London S.L.
- Sociedad Española de Radiodifusión
- Soluzion SA (ahora pertenece a Indra)
- Sonia, S.A.
- Spanair, S.A.
- SUAN FARMA, S.A.
- Televisió de Catalunya, S.A.
- Telvent GIT SA
- Terra Networks (Telefónica)
- Tiempo de Hoy
- Tradebe Group
- TRANSPED SHIPPING LEVANTE,
- Tysa Group SA
- Unión Espanola de Explosivos SA (UEE)
- Vertilux, S.A.
- Vidrio Ecológico, S.L
- Villa Garnelo Internacional
- Vincci Hoteles
- Viscofan S.A.
- Vital Dent
- Vitrex, S.A.
- Werfen Life Group (antes CH Werfen)
- Zanini Auto Grup S.A.
- Ziv Aplicaciones y Tecnología, S.A.
- Zumoval

Anexo III. Gráficos

Gráfico 1. Desglose de empresas y resultados obtenidos.....	8
Gráfico 2. Ley fuerte de los grandes números.....	8
Gráfico 3. Clasificación de las compañías compradoras según su facturación (2008).....	22
Gráfico 4. Clasificación de las compañías compradoras según su plantilla (2008)	23
Gráfico 5. Relación entre las ventas y su plantilla.....	23
Gráfico 6. Clasificación de las compañías según su sector de actividad	24
Gráfico 7. Ventas relativas de las empresas en la transacción.....	24
Gráfico 8. Fechas de las transacciones estudiadas.....	25
Gráfico 9. Utilización de estructuras de <i>earn out</i> en función de la fecha de la transacción ..	26
Gráfico 10. Utilización de estructuras de <i>earn out</i> en función del sector de actividad.....	26
Gráfico 11. Transacciones según la relación del negocio de la empresa compradora y comprada.....	27
Gráfico 12. Utilización de asesores en las transacciones por tipología	29
Gráfico 13. Relación entre la facturación y la utilización de consultores estratégicos	30
Gráfico 14. Utilización de asesores en las transacciones por tipología	30
Gráfico 15. Equipo encargado de la realización del plan de negocio.....	31
Gráfico 16. Relación del plan de negocio en empresas de negocios complementarios.....	31
Gráfico 17. Necesidad de inversiones adicionales.....	32
Gráfico 18. Número de transacciones con salida no deseada de personal clave de la compañía comprada	33
Gráfico 19. Salidas del personal clave.....	33
Gráfico 20. Transacciones en las que ha existido un plan de incentivos para el personal	33
Gráfico 21. Valoración por parte de la empresa compradora de la transacción según la vertiente comercial	34
Gráfico 22. Valoración por parte de la empresa compradora de la transacción según la vertiente financiera.....	34
Gráfico 23. Valoración por parte de la empresa compradora de la transacción según la vertiente de producción	34
Gráfico 24. Valoración por parte de la empresa compradora de la transacción según la vertiente estratégica.....	35

Anexo IV. Tablas

Tabla 1. Atributos de las transacciones corporativas vs. el crecimiento orgánico (ilustrativo, no exhaustivo).....	11
Tabla 2. Resumen de ventajas y desventajas de las transacciones corporativas vs. crecimiento orgánico (ilustrativo, no exhaustivo) basado en las entrevistas mantenidas.....	12
Tabla 3. Utilización de estructuras de <i>earn out</i>	25
Tabla 4. Información detallada de las estructuras de <i>earn out</i> de la muestra	27
Tabla 5. Detalle de las transacciones con empresas centradas en negocios complementarios	27
Tabla 6. Métodos de crecimiento internacional de las compañías del sector de alimentación entre 1998 y 2001.....	36

Anexo V. Empresas colaboradoras

ACG

ACG es una comunidad global sin ánimo de lucro, cuyos intereses se centran en compartir experiencias y relaciones en el desarrollo de las empresas vía el crecimiento corporativo. Cuenta con tres tipos de socios a partes iguales: proveedores de capital, compañías con crecimientos inorgánicos y asesores de servicios anejos a esta actividad. Tras su fundación en EEUU en 1.954, es la líder mundial y cuenta con más de 13.000 miembros organizados en 55 *chapters* en todo el mundo. En España inició su andadura en el 2.010 y sus afiliados ostentan cargos de máxima representación en sociedades líderes en su sector radicadas en Madrid y Barcelona principalmente.

www.acg.org/spain/

IESE

IESE Business School, la escuela de posgrado en administración de empresas de la Universidad de Navarra, tiene campus en Barcelona y en Madrid y oficinas en Nueva York, Munich y Sao Paulo. Ofrece los programas MBA, Global Executive MBA, Executive MBA y el doctorado en administración de empresas (PhD), así como una amplia gama de programas de perfeccionamiento para ejecutivos seniors internacionales y programas de formación continua para antiguos alumnos.

El IESE aspira a proporcionar una contribución duradera a la profesión de la dirección, ofreciendo oportunidades de aprendizaje a ejecutivos de todo el mundo. Diseñamos y realizamos los programas con el enfoque propio de una facultad universitaria que se distingue por su vocación a la enseñanza y la investigación, y por sus estrechas relaciones con la comunidad empresarial internacional.

www.iese.edu

CLOSA Mergers & Acquisition Advisors

Closa M&A International es una empresa líder en el asesoramiento de procesos de fusiones y adquisiciones de compañías. Cuenta, a través de M&A International Inc., con más de 500 expertos profesionales en 39 países que se dividen en 17 grupos industriales. Desde su fundación en 1985, ha cerrado más de 10.000 operaciones, de las cuales más de 500 han sido ejecutadas en España. En los últimos 5 años, ha concluido más de 1.500 transacciones, con una valoración total superior a los 85 millardos de dólares lo que la convierte en la líder internacional en el *mid-market*. Es propiedad de sus socios que, como parte de su filosofía, siempre atienden personalmente a sus clientes.

www.closa.com

Garrigues: una firma global

Garrigues es uno de los despachos de mayor tradición y prestigio de la abogacía española. Su equipo multidisciplinar de 2.000 profesionales presta asesoramiento en más de treinta

áreas de práctica legal y fiscal. El despacho cuenta con una amplísima red de oficinas en la península ibérica, con presencia en 29 ciudades y dispone de una red de oficinas propias en países y regiones estratégicas (EE.UU., Reino Unido, Bélgica, China, Marruecos, Brasil y Europa Central y del Este). Garrigues también promueve dos alianzas: Affinitas, una red iberoamericana de abogados que integran firmas líderes en sus respectivos países, y Taxand, una iniciativa que ofrece un servicio global e independiente en materia fiscal, formada por cerca de cincuenta despachos de los cinco continentes.

En Nueva York, Garrigues está presente desde los años 70, lo cual demuestra la especial dedicación de la firma y sus lazos con el mercado norteamericano. En la actualidad, desde esta oficina se presta apoyo legal a empresas españolas y portuguesas en relación con sus inversiones y negocios en los Estados Unidos, tanto en operaciones societarias, fusiones, adquisiciones y reestructuraciones, como en asesoría legal recurrente. El despacho cuenta también con un US Desk integrado por profesionales ubicados en diversas oficinas en España y Portugal.

www.garrigues.com

Popular Banca Privada, una banca de principios

En Popular Banca Privada, la unidad especializada de banca privada del Grupo Banco Popular, somos especialistas en la gestión de su patrimonio, global, profesional y diversificada a través de:

- Gestión personalizada de los activos financieros eligiendo, de entre los múltiples productos y vehículos disponibles en todo el mercado, los más adecuados para su caso.
- Análisis, asesoramiento y monitorización de sus inversiones, así como estudios comparativos de costes y de valor añadido en el contexto de su marco personal de circunstancias y objetivos.
- Planificación y adaptación de las inversiones en función de las necesidades que tenga en cada momento y de los ciclos económicos u de mercados.
- Integración de toda la información financiera y fiscal para que tenga una visión conjunta de la naturaleza y situación de sus inversiones, así como de otros aspectos como concentración global y fiscalidad, entre otros.

www.popularbancaprivada.es