

Las operaciones “dual-track” como estrategia de desinversión: salida a bolsa y venta privada

(Dual-track transactions as a divestment strategy: IPO and M&A)

Ori Assa

Asociado de Latham & Watkins

Manuel Deó

Socio de Latham & Watkins

Leticia Viedma

Asociada de Latham & Watkins

Sumario: 1 Introducción. 2. ¿Qué es una operación “dual-track”? 3 Ventajas de un proceso de “dual-track”. 3.1 Creación de tensión competitiva entre ambos procesos de desinversión. 3.2 Mayor flexibilidad para el vendedor. 3.3 Complementariedad de los dos procesos. 4 Complejidades del “dual-track”. 4.1 Interacción con el equipo directivo de la sociedad. 4.2 Fugas de información. 4.3 Coordinación entre los dos procesos. 4.4 La salida a bolsa no suele permitir efectuar una desinversión total. 5 Factores a considerar. 5.1 Factores a considerar para tomar la decisión respecto de la modalidad de desinversión. 5.2 Factores a considerar en el marco del proceso de “dual-track”. 6 Minimización de la duplicidad de costes. 7 Situaciones en las que un “dual-track” no sería viable. 8 Conclusiones.

Resumen: *En el presente trabajo se presentan las principales características e implicaciones legales de las denominadas operaciones “dual-track”, que constituyen una estrategia de desinversión consistente en iniciar, paralela y simultáneamente, un proceso de salida a bolsa y de venta privada o subasta de una compañía entre varios postores. La principal conclusión de este trabajo es que, aunque las operaciones “dual-track” incrementan sustancialmente las posibilidades de materializar la salida del capital social de una compañía al precio deseado, esta modalidad de desinversión no es óptima para todo tipo de sociedades y tiene múltiples implicaciones legales y comerciales que requieren un análisis y estudio sosegado en cada caso.*

Palabras clave: *estrategia de desinversión, M&A, dual-track, salida a bolsa, venta privada.*

Abstract: *This paper sets out the main features and legal implications of the so-called “dual-track” transactions. “Dual track” transactions are divestment strategies where an investor concurrently and simultaneously runs and pursues an initial public*

offering and a private sale auction among several bidders to sell the company. The main conclusion of this paper is that though "dual-track" transactions provide greater certainty in the completion of a divestment transaction at higher sale premiums, this form of divestment is not appropriate for all types of companies and has multiple legal and commercial implications that require a thorough case by case analysis and study.

Key Words: Divestment strategy, M&A, dual-track, IPO, private sale.

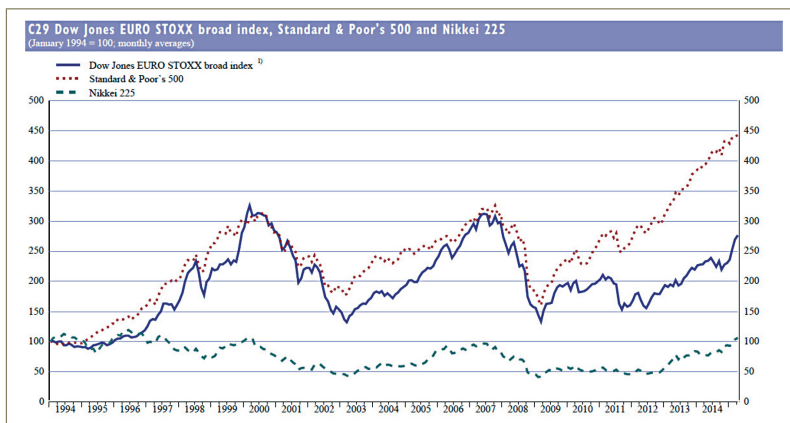
1. Introducción

Las dificultades a las que se han enfrentado en los últimos años las compañías españolas para acceder a financiación bancaria han obligado a muchas de ellas a acudir a los mercados de capitales para obtener fuentes de financiación alternativas, particularmente a través de la emisión de obligaciones y otros valores de renta fija.

Sin embargo, los mercados de capitales presentan también condiciones muy interesantes para materializar una desinversión en sociedades con el tamaño y las características adecuadas.

La mayor liquidez de los mercados de capitales durante estos últimos años ha ampliado de forma significativa el abanico de alternativas y formas de desinversión de cualquier inversor o accionista en compañías españolas, incrementando el atractivo de desinvertir en sociedades a través de una oferta pública de venta, siempre compatible con la posibilidad de realizar una oferta pública de suscripción como medio de financiación alternativa.

Por múltiples motivos, en los últimos meses hemos presenciado el auge en el mundo y en España de una modalidad de desinversión en sociedades denominada "dual-track", muy extendida en Nueva York, Londres y ciertas plazas de Asia, que tiene a los mercados de capitales como gran protagonista.



Fuente: Banco Central Europeo

2. ¿Qué es una operación “dual-track”?

Una operación “dual-track” es una estrategia de desinversión consistente en iniciar, paralela y simultáneamente, un proceso de salida a bolsa y de venta privada o subasta entre varios postores de una participación accionarial en una compañía.

El principal objetivo de esta estrategia, muy habitual en los mercados de Nueva York, Londres y ciertas plazas de Asia, es maximizar el precio de salida del vendedor creando cierta tensión competitiva entre los eventuales inversores y entidades colocadoras en los mercados de capitales, por un lado, y los postores en el proceso de venta o subasta privada, por el otro.

Las operaciones “dual-track” reúnen varias ventajas que han contribuido a su popularización en los últimos años en los mercados de Europa continental y, por supuesto, en España.

En particular, este tipo de operaciones suelen incrementar las posibilidades de éxito en la salida del capital social de una compañía, ya sea a través de uno de los mecanismos de desinversión (esto es, salida a bolsa o venta privada) o bien mediante una combinación de ambos.

Adicionalmente, las operaciones “dual-track” permiten a los inversores posponer la elección definitiva de la forma de desinversión hasta el momento final del proceso y configurar el mecanismo de salida según las circunstancias y condiciones de mercado existentes en cada momento.

En los últimos años, las operaciones “dual-track” han constituido una de las estrategias de desinversión preferida por fondos de capital riesgo de todo el mundo. Las habituales dificultades para determinar ex ante qué alternativa de desinversión es óptima en cada momento han popularizado este mecanismo de salida, que concede gran flexibilidad a los vendedores y les otorga mayor peso negociador en el proceso de salida de una compañía.

Las operaciones “dual-track” son más habituales y tienen más probabilidades de éxito y rentabilidad cuando los mercados de capitales ofrecen mayor liquidez y se encuentran en una fase alcista. Según un reciente estudio de PitchBook con información de los últimos 14 años, el número de vendedores que siguieron una estrategia de desinversión “dual-track” en el mundo se situó en máximos históricos en 2000, 2007 y 2014, años en los que los mercados de capitales ofrecían mayor liquidez y rentabilidad.

En 2014 destacaron en España las operaciones “dual-track” llevadas a cabo por los accionistas de ONO y Applus.

Los fondos de capital riesgo que controlaban ONO (CCMP, Thomas H. Lee, Providence y Quadrangle) manifestaron públicamente su intención de iniciar de forma paralela los procesos de salida a bolsa y venta privada de su participación accionarial en la compañía,

decidiendo finalmente desinvertir mediante un proceso de venta privada en favor de Vodafone.

Por el contrario, The Carlyle Group y el resto de accionistas que controlaban Applus se decantaron por la admisión a negociación de las acciones de Applus en las bolsas de valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia tras mantener negociaciones con terceros dispuestos a comprar las acciones de la sociedad en un proceso de subasta privado.

Más recientemente, durante los primeros meses de 2015, han destacado los procesos de “dual-track” llevados a cabo por los accionistas de Madrileña Red de Gas y Refresco Gerber.

El fondo de infraestructuras de Morgan Stanley y el resto de accionistas de Madrileña Red de Gas manifestaron públicamente su intención de vender la sociedad mediante una salida a bolsa. Finalmente, el pasado 22 de abril de 2015, se anunció la venta privada de Madrileña Red de Gas a un consorcio formado por el fondo soberano chino Ginkgo Tree Investment, el fondo de pensiones holandés PGGM y la eléctrica francesa EDF.

Por el contrario, el 3 de marzo de 2015, los fondos de capital riesgo 3i Group y el resto de inversores que controlaban Refresco Gerber se decantaron por la admisión a negociación de sus acciones en Euronext Ámsterdam (la antigua bolsa de valores de Ámsterdam) tras mantener negociaciones con los fondos PAI Partners, Pamplona Capital y Platinum Equity dispuestos a comprar las acciones de la sociedad en un proceso de subasta privado.

Los casos expuestos son ejemplos recientes de que el mantenimiento simultáneo y en paralelo de los procesos de salida a bolsa y de venta privada puede ser un mecanismo de salida válido para maximizar el retorno y liquidez en la desinversión y aumentar la capacidad negociadora del vendedor.

Sin embargo, un proceso “dual-track” no es una solución óptima en todos los casos y, según se explicará más adelante, tiene múltiples implicaciones legales y comerciales que requieren un análisis y estudio ponderado para cada vendedor y compañía. Un proceso “dual-track” solo está al alcance de sociedades con un tamaño suficiente que opere en sectores de negocio o zonas geográficas que despierten el apetito de inversores en los mercados de capitales. Por ello, los eventuales vendedores deben valorar si un proceso “dual-track” se adecúa a las características y naturaleza de la sociedad en venta y si se encuentra alineado con sus objetivos.

Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que, aunque una operación “dual-track” incrementa sustancialmente las posibilidades de materializar la salida de una compañía al precio deseado, obliga al vendedor a dedicar una importante cantidad de recursos y tiempo a la desinversión e impone un gran desgaste y esfuerzo al equipo directivo de la compañía -o target- al tener que gestionar dos procesos simultáneos de salida muy exigentes.

3. Ventajas de un PROCESO DE “dual-track”

Entre las ventajas más significativas de una operación “dual-track” destacan las siguientes:

3.1 Creación de tensión competitiva entre ambos procesos de desinversión

- Mayor probabilidad de éxito de la desinversión. La negociación paralela de ambos procesos incrementa las probabilidades de materializar la desinversión, ya sea mediante una salida a bolsa o venta privada. Si, iniciado un proceso "dual-track", el vendedor descubre que una eventual salida a bolsa no despierta el interés de los inversores o las condiciones de los mercados de capitales nacionales o internacionales empeoran, puede optar por materializar la desinversión mediante una venta privada de la compañía a un comprador.

Por el contrario, si el precio u otras condiciones ofrecidas por los potenciales compradores en el proceso de venta privada no se adaptan a las expectativas del vendedor, éste puede acudir a los mercados de capitales.

Mediante este proceso se crea una tensión competitiva, no sólo entre los potenciales compradores en el contexto de la venta privada, que rivalizarán por ser el mejor postor, sino también entre los potenciales compradores y las condiciones que ofrecen los mercados de capitales.

- Incremento del poder de negociación del vendedor. La certeza sobre la materialización de una desinversión y la tensión competitiva entre ambos procesos se traduce en la concesión al vendedor de un mayor peso y poder negociador, que suele resultar en mejores condiciones de salida.
- Maximización del retorno. La negociación paralela con los inversores de ambos procesos incrementa la competitividad, lo cual tiende a maximizar el retorno de la desinversión para el vendedor. Una adecuada tensión competitiva entre ambos procesos suele resultar en una desinversión más rentable para el vendedor.

Varios estudios demuestran que las valoraciones ofrecidas por los inversores en el proceso de venta privada suelen ser superiores si los mercados de capitales tienen mayor liquidez y rentabilidad y los potenciales compradores son conscientes de que no son la única alternativa posible de desinversión para el vendedor.

En particular, un estudio publicado recientemente en el Journal of Business Venturing¹ cuantifica la prima pagada en desinversiones materializadas a través de procesos "dual-track". El estudio examina 679 desinversiones accionariales que se llevaron a cabo entre los años 1995 y 2004 y señala que los vendedores de compañías privadas que siguen una estrategia de salida mediante un "dual-track" obtienen una prima entre un 22% y un 26% superior a las valoraciones en estrategias únicas de desinversión. Asimismo, el estudio concluye que, durante dicho periodo, las salidas a bolsa que se materializaron mediante un "dual-track" ofrecieron valoraciones entre un 18% y un 21% superiores a aquellas salidas a bolsa que se llevaron a cabo como estrategia única de desinversión.

1 "Dual-track versus single-track sell-outs: An empirical analysis of competing harvest strategies". James C. Brau, Ninon K. Sutton Nile W. Hatch. Journal of Business Venturing 25 (2010) 389-402

- Agilización de la negociación. Gracias a la tensión competitiva entre ambos procesos de desinversión, se traslada a los potenciales compradores en el proceso de subasta o venta privada una mayor presión para acelerar la negociación y formalización de ofertas. De esta forma, el calendario de una operación de subasta o venta privada suele acelerarse para adaptarse a las más exigentes ventanas de liquidez de las operaciones de mercados de capitales.

3.2 Mayor flexibilidad para el vendedor

- Flexibilidad en la decisión sobre el momento oportuno de la desinversión. Una operación "dual-track" otorga al vendedor una gran flexibilidad para decidir el momento concreto de la desinversión. Adicionalmente, también permite al vendedor demorar la elección del método concreto de desinversión para adaptarse a la evolución de las negociaciones con los diferentes actores de los dos procesos.

Este proceso otorga al vendedor una menor dependencia de la ventana de oportunidad de los mercados de capitales ya que podrá adaptar el proceso a las condiciones de liquidez de los mercados. Si las condiciones de los mercados de capitales empeoran según avanza la operación de desinversión, el inversor podrá optar por materializar la desinversión a través del proceso de venta privada. En particular, un cambio repentino en las condiciones de los mercados puede impactar negativamente en la fijación del precio de las acciones de la sociedad en la ejecución de la salida a bolsa. Por ello, el hecho de poder diferir la elección de acudir o no a los mercados de capitales permite minimizar el riesgo de volatilidad de los mercados en una eventual salida a bolsa.

A modo de ejemplo, varias salidas a bolsa ejecutadas durante el año 2014 como estrategia única de desinversión tuvieron que ser canceladas por el empeoramiento de las condiciones de los mercados² y sus accionistas tuvieron que posponer sus planes de desinversión al no contar con un mecanismo inmediato y alternativo de desinversión.

Por otro lado, si en una estrategia de "dual-track" los potenciales compradores no aceptasen las condiciones contractuales impuestas por el vendedor o se identificasen dificultades o trabas en el proceso de venta que pudiesen retrasar o impedir una venta privada (como por ejemplo, autorizaciones de las autoridades de competencia necesarias si se vende una participación accionarial a un comprador industrial o a un fondo de capital riesgo con negocios en el mismo mercado relevante u otros consentimientos de terceros que puedan ser necesarios en una venta de la totalidad del capital social), el vendedor podría preferir las condiciones ofrecidas por los mercados de capitales en una salida a bolsa.

- Flexibilidad en la elección de una estrategia de desinversión total o parcial. Dependiendo de las condiciones de los mercados de capitales y de los términos ofrecidos por los potenciales compradores, un proceso "dual-track" ofrece al vendedor flexibilidad para decidir si desea llevar a cabo una desinversión total mediante una venta privada o una

2 Entre otras, las salidas a bolsa de las sociedades Associated Materials y Trustwave.

desinversión parcial a través de una salida a bolsa o, si cabe, una venta privada de una división de su negocio.

La opción de la venta privada suele ser más conveniente si el inversor quiere evitar permanecer en el capital social tras la desinversión con una participación accionarial que en algunos casos puede ser minoritaria. Por el contrario, si el vendedor tiene interés en mantener una participación accionarial en la sociedad, podrá decidir acudir a los mercados de capitales y mantener parte de su inversión, conservando el derecho a recibir los dividendos correspondientes.

3.3 Complementariedad de los dos procesos

Los dos procesos no son mutuamente excluyentes. La preparación de la documentación necesaria para formalizar cada uno de los procesos de desinversión y la labor de compilación de la información requerida para cumplir las obligaciones legales propias de cada uno de ellos pueden tener carácter complementario respecto de ambos procesos. En particular, el vendedor podrá utilizar de forma transversal en ambos “tracks” la información que adquiera durante el proceso de “due diligence” en relación con las contingencias identificadas y la labor de identificación de las eventuales autorizaciones y permisos necesarios para la ejecución de cada forma de desinversión. El carácter complementario de la labor de documentación y ejecución de ambos procesos de desinversión conlleva un importante ahorro de costes para el vendedor.

4. Complejidades del “dual-track”

A pesar de las ventajas derivadas de un proceso “dual-track”, cabe destacar que estas operaciones también presentan una serie de complejidades a tener en cuenta.

4.1 Interacción con el equipo directivo de la sociedad

- Distracción del equipo directivo. Tanto la salida a bolsa como el proceso de venta privada requieren que los directivos se impliquen en las negociaciones con los diferentes actores del proceso e intervengan en varias presentaciones frente a potenciales inversores y analistas, entre otros. Asimismo, se requiere que el equipo directivo colabore en la preparación de la documentación necesaria para el ejercicio de “due diligence”, en la revisión de los estados financieros que servirán para valorar la compañía así como en la redacción del folleto de admisión a negociación de las acciones y, en su caso, del contrato de compraventa de acciones o contrato de aseguramiento de acciones.

Teniendo en cuenta las distracciones que generan individualmente cada uno de estos procesos, el intento de coordinar ambos consume una gran cantidad de recursos, lo cual limita el tiempo y la atención que el equipo directivo pueda dedicar a la gestión ordinaria de la sociedad, los aspectos operativos del negocio y a sus clientes.

- Conflictos de interés del equipo directivo. Es posible que el equipo directivo tenga una preferencia natural por una de las opciones de desinversión, sin embargo, su

objetividad es clave durante todo el proceso. En particular, es crucial que el equipo directivo mantenga una posición neutral durante las negociaciones con los eventuales compradores o inversores del "dual-track" en las diferentes reuniones o presentaciones que se llevarán a cabo durante todo el proceso de desinversión, así como durante el proceso de "due diligence".

Para lograr que los dos procesos convivan en igualdad de condiciones en una operación "dual-track" es importante asegurar que los miembros del equipo directivo están alineados con la estrategia de salida del vendedor y entienden la importancia de su objetividad. Al objeto de que una u otra modalidad de desinversión sea inocua para el equipo directivo, es fundamental que los términos de su paquete retributivo y de incentivos prevea para cada forma de desinversión la misma retribución y tratamiento para el equipo directivo.

4.2 Fugas de información

- Información sensible. Resulta fundamental para el buen fin del "dual-track" que no haya trasvases de información entre ambos procesos. La información que adquieren los potenciales compradores en el proceso de venta privada no debe ser comunicada en ningún caso a los participantes en el proceso de salida a bolsa ni a los mercados de capitales. Debe tenerse en cuenta que la revelación de información al público puede resultar en la obligación de formular una oferta pública de venta en algunas jurisdicciones. Adicionalmente, deberán adoptarse las medidas y cautelas necesarias para impedir la filtración de información privilegiada en contravención de la normativa de mercado de valores en esta materia.

De igual forma, la información puesta a disposición de los distintos actores del proceso de salida a bolsa puede impactar en muchos aspectos del proceso de venta privada.

Por ello, es crucial controlar la difusión de los materiales puestos a disposición de los potenciales compradores y los actores del proceso de salida a bolsa durante el ejercicio de "due diligence" y gestionar con la máxima prudencia la distribución de documentación para evitar cualquier tipo de filtración.

En el marco de un proceso de "dual-track" es crucial firmar contratos de confidencialidad con cada uno de los actores intervinientes en el proceso que cubran estos aspectos.

Para minimizar cualquier riesgo de fuga de información, se recomienda incluir en los referidos contratos de confidencialidad las denominadas cláusulas "no noise". Estas cláusulas buscan definir las personas y entidades con las que los potenciales compradores y las entidades colocadoras pueden interactuar en el proceso "dual-track" y limitar su capacidad de intercambiar información con otras divisiones de sus organizaciones, con otros actores involucrados en el proceso, con el equipo directivo y los empleados de la sociedad target sin el consentimiento previo del vendedor. De esta forma se limitan las posibilidades de revelación indeseada de información.

- **Ausencia de comunicación entre los diferentes procesos.** La filtración de información entre ambos procesos puede afectar negativamente a la negociación de ambas estrategias de desinversión. A modo de ejemplo, la publicación de la valoración de la sociedad en el proceso de salida a bolsa puede afectar negativamente a la negociación del precio de adquisición privada de las acciones de la sociedad. Por otro lado, resulta crucial que durante las negociaciones y garantías del contrato de compraventa en el contexto de la venta privada no se conozcan aquellas manifestaciones y garantías que se están negociando en paralelo con las entidades colocadoras en el contrato de aseguramiento en el marco de la salida a bolsa.

4.3 Coordinación entre los dos procesos

La coordinación de ambos procesos es fundamental para que el inversor no se vea forzado a adoptar una de las opciones de desinversión de modo prematuro. Para evitar esta situación, deben tenerse en cuenta las siguientes consideraciones:

- es aconsejable coordinar la presentación de las ofertas de los eventuales compradores en la venta privada con el proceso de supervisión del folleto de emisión por las autoridades reguladoras y, muy especialmente, coordinar el proceso informal de prospección de mercado en el marco del proceso de salida a bolsa con la recepción de las ofertas vinculantes en el proceso de venta privada; y
- se recomienda que la decisión acerca de la forma concreta de desinversión elegida no se demore más allá de la fecha prevista para realizar el eventual anuncio de intención de admisión a negociación de las acciones de la sociedad (conocido en el mercado anglosajón como "Intention to Float"), momento a partir del cual sería mucho más complicado reputacionalmente cancelar la salida a bolsa.

4.4 La salida a bolsa no suele permitir efectuar una desinversión total

Con carácter general, la salida a bolsa no permite una desinversión total del inversor, por lo que la liquidez que se obtiene representa un porcentaje parcial de la inversión inicial. Este hecho puede suponer un problema para los fondos de capital riesgo, que generalmente buscan obtener liquidez y liquidar íntegramente su inversión inicial.

Una desinversión parcial obliga al inversor a mantener una participación minoritaria en la sociedad cotizada sin ejercer muchas veces el control sobre ella. Adicionalmente, en caso de una desinversión parcial, la valoración de la participación accionarial del inversor tendrá una fuerte dependencia en el siempre imprevisible y volátil comportamiento de los mercados de capitales. Asimismo, una vez que las acciones de la sociedad se encuentren admitidas a negociación en las bolsas de valores, el vendedor no podrá vender sus acciones durante determinados períodos de tiempo tras la salida a bolsa (comúnmente denominados períodos de "lock-up") y, en su caso, antes de la publicación de los resultados económicos (denominados períodos de "black-out").

5. Factores a considerar

Antes de tomar la decisión de iniciar una operación "dual-track" es importante que el inversor entienda bien los dos procesos y sus requisitos.

A grandes rasgos, para llevar a cabo una salida a bolsa se requiere redactar un folleto de admisión a negociación en el cual se incluirá información detallada sobre, entre otros, el negocio de la sociedad, su equipo directivo, sus magnitudes financieras y principales contingencias, siendo la sociedad emisora responsable por su contenido frente al mercado. Los bancos de inversión que actúen como entidades colocadoras llevarán a cabo un ejercicio de "due diligence" para confirmar que la información más relevante de la sociedad ha quedado debidamente descrita en el folleto de emisión. Asimismo, negociarán con el inversor el contrato de suscripción y aseguramiento de acciones y fijarán el precio final de las acciones de la sociedad ("pricing") dependiendo del resultado del ejercicio de prospección del mercado. El equipo directivo, por su parte, intervendrá activamente durante todo el proceso de salida a bolsa. Dicha intervención será mucho mayor que en el proceso de venta privada que, en su mayor parte, puede ser liderada directamente por el vendedor. En particular, los directivos participarán en varias presentaciones sobre la sociedad frente a, entre otros, potenciales inversores y analistas ("roadshow"). La Comisión Nacional del Mercado de Valores revisará y dará sus comentarios al folleto de emisión hasta que finalmente acepte su contenido y lo publique en sus registros.

En el proceso de venta privada, en primer lugar, el vendedor invitará a potenciales compradores a participar en dicho proceso, con los que previamente firmará contratos de confidencialidad. El equipo directivo se reunirá con los potenciales adquirentes para, entre otros, explicarles el negocio de la sociedad. El inversor recibirá ofertas iniciales de potenciales compradores a través de las cuales irá seleccionando a aquellos compradores que pasarán a la siguiente fase de la venta privada. Los potenciales adquirentes llevarán a cabo un ejercicio de "due diligence" para identificar las principales contingencias de la sociedad y enviarán al inversor sus ofertas finales. Las partes negociarán los términos del contrato privado de compraventa de acciones de la sociedad y el proceso culminará con su firma y ejecución.

5.1 Factores a considerar para tomar la decisión respecto de la modalidad de desinversión

- Salida parcial o total. Si no existe una necesidad inmediata de desinversión, el accionista podrá tomar su decisión de salida cuando considere que la valoración de su inversión se encuentra en el mejor momento.

Por definición, los fondos de capital riesgo tienen un horizonte temporal de inversión limitado. Por lo tanto, podría parecer que si el inversor busca o necesita efectuar una desinversión total en una fecha concreta, la alternativa de la venta privada podría ser la más aconsejable para un fondo de capital riesgo. Sin embargo, la salida a bolsa puede ser una alternativa válida de desinversión para los fondos de capital riesgo siempre que

los mercados de capitales ofrezcan al vendedor valoraciones atractivas y el vendedor crea que la sociedad puede experimentar un crecimiento de facturación o beneficios en los meses siguientes.

- Necesidades de liquidez del inversor. Es aconsejable analizar si el accionista prefiere que la desinversión le proporcione liquidez inmediata mediante un pago en efectivo o si tiene interés en mantener una participación (aunque minoritaria en muchos casos) en una sociedad cotizada.

En una operación de venta privada el vendedor recibirá probablemente el importe íntegro del precio de compra tras ejecutar el contrato de compraventa, salvo que una parte del precio de compraventa se consigne en forma de depósito como garantía frente a las responsabilidades que puedan surgir bajo el contrato de compraventa o en el caso de que el precio quede parcialmente supeditado a que en los próximos ejercicios la sociedad cumpla una serie de objetivos de facturación u otros parámetros de negocio (“earn-outs”).

Sin embargo, según se ha indicado anteriormente, las perspectivas de crecimiento de la sociedad, la posibilidad de ver retribuida su inversión vía dividendos o la visibilidad y reputación asociada a la participación en una sociedad cotizada puede hacer atractiva la salida a bolsa para cualquier vendedor.

- Responsabilidad máxima del vendedor frente los potenciales compradores o inversores. En una salida a bolsa no se otorgan manifestaciones y garantías frente a los compradores finales de las acciones (en su caso, se otorgan en favor de los bancos colocadores), puesto que las principales contingencias de la sociedad se describen en el folleto de emisión y son aceptadas por los inversores al adquirir las acciones en los mercados secundarios. La principal responsabilidad del accionista en una salida a bolsa resulta de las eventuales incorrecciones o imprecisiones en el folleto de emisión.

Si se opta por la vía de la venta privada, las manifestaciones y garantías constituirán uno de los principales riesgos que asumirá el accionista vendedor, que responderá frente al comprador de las contingencias no manifestadas en el contrato de compraventa. En este sentido, es práctica cada vez más consolidada que los contratos de compraventa privada contengan un régimen de responsabilidad del vendedor muy limitado con inclusión de pocas manifestaciones y garantías (también denominados contratos “as it is”).

- Plazo con el que cuenta el inversor para su salida. Una salida a bolsa tiene una duración aproximada de cuatro a seis meses. Sin embargo, una operación de venta privada puede firmarse en un plazo muy inferior a pesar de que el plazo de ejecución de la operación de venta puede ser mucho mayor cuando se precisen autorizaciones de organismos reguladores o consentimientos de terceros por el cambio de control.
- Asesores financieros. El vendedor en el proceso de “dual-track” necesitará contar con la ayuda de una firma que pueda asesorarle y coordinar ambos procesos. Esta firma podrá también actuar como asesor financiero en el proceso de venta privada.

Durante la venta privada, el asesor financiero identificará y contactará a potenciales compradores, preparará materiales para ponerlos a su disposición, trabajará junto con el equipo directivo para maximizar la evaluación de la compañía y el número de potenciales compradores, asesorará al vendedor en la evaluación y en la estructura de la operación y, en general, dirigirá todo el proceso.

Por su parte, es práctica habitual que en el proceso de salida a bolsa participen, al menos, dos bancos de inversión (como "bookrunners") siendo responsables de liderar todo el proceso y, en particular, coordinar el proceso de prospección de la demanda y venta de las acciones de la sociedad cotizada a los potenciales inversores tras las presentaciones a inversores y analistas.

5.2 Factores a considerar en el marco del proceso de "dual-track"

- **Confidencialidad.** Es recomendable que en cada proceso los asesores que intervengan en representación del vendedor no sean los mismos. En el caso de que un mismo actor actúe en los dos procesos, deben existir murallas chinas para preservar que no se produzcan trasvases de información entre ambos procesos. Esta situación es frecuente en grandes fondos de inversión, fondos de capital riesgo, fondos soberanos y bancos de inversión. El mismo banco de inversión puede actuar en la salida a bolsa como entidad colocadora y actuar como asesor financiero en la venta privada. No obstante, aún dentro de un mismo banco de inversión o fondo, cada cometido deberá llevarse a cabo por equipos plenamente diferenciados con los cuales se firmarán contratos de confidencialidad separados para evitar la filtración de información. La preservación de la confidencialidad y estanqueidad es especialmente importante cuando el vendedor nombra un asesor financiero para coordinar y organizar ambos procesos.
- **"Due diligence" en los dos procesos.** Debe existir una coherencia y compatibilidad entre las contingencias que se manifiesten en el informe de "due diligence" elaborado por asesores del vendedor en el proceso de venta privada ("vendor due diligence report") y aquéllas que se recojan en el folleto de emisión. A pesar de que en principio, dicho informe de "due diligence" se elabora para distribuirse únicamente a los potenciales compradores en la venta o subasta privada, si se avanza en el proceso de la salida a bolsa es posible que los bancos de inversión que actúen como agentes colocadores soliciten ver una copia del mencionado informe. Es importante tener en cuenta que cualquier omisión relevante que se hubiera reflejado en el mencionado informe de "due diligence" puede resultar problemática puesto que, tal y como se ha mencionado anteriormente, la sociedad emisora es responsable frente al mercado por el contenido veraz, completo y cierto del folleto.
- **Obligaciones de sociedades cotizadas.** Tras la salida a bolsa, las sociedades adquieren ciertas obligaciones legales en su condición de sociedades cotizadas. Desde la admisión a negociación de sus acciones, la sociedad queda obligada a cumplir con la normativa de los mercados de valores así como con las disposiciones de la Ley de Sociedades de Capital aplicables a las sociedades cotizadas. En consecuencia, las sociedades cotizadas quedan sujetas, entre otras, a obligaciones de emisión de información

periódica, de gobierno corporativo, de transparencia y de abuso de mercado previstas en la legislación vigente.

Es importante tener en cuenta que una sociedad que plantea su salida a bolsa deberá invertir tiempo y recursos en dotar a su estructura organizativa de los medios necesarios para cumplir con todas las obligaciones legales que se exigen a las sociedades cotizadas, lo que exige un esfuerzo adicional del equipo directivo y del departamento legal de la sociedad cotizada.

- Consentimientos de terceros. Es importante entender cuáles son las autorizaciones requeridas para llevar a cabo cada operación (tales como autorizaciones, notificaciones o consentimientos de organismos reguladores, socios, acreedores, proveedores o arrendadores, en su caso) así como el tiempo necesario para obtenerlas. Es frecuente que algunos de los contratos más relevantes de la sociedad pueden resolverse anticipadamente en caso de un cambio de control de la sociedad.

Existe un matiz entre los consentimientos que se requieren para llevar a cabo una venta privada o una salida a bolsa. Mientras que tras el proceso de venta privada el inversor dejará de tener el control de la sociedad, tras la salida a bolsa habitualmente no se produce un cambio efectivo de control, puesto que tras la admisión a negociación de las acciones, generalmente, ningún nuevo accionista obtiene el control de la cotizada.

- Adquisiciones y ventas extraordinarias. A la hora de decidir el momento oportuno de la desinversión, debe tenerse en cuenta que durante el proceso de "dual-track" se obstaculizan las posibilidades de que la sociedad target siga llevando a cabo adquisiciones y ventas de activos o negocios sustanciales de carácter extraordinario puesto que generalmente la sociedad tendrá la obligación de comunicarlas y detallarlas de forma exhaustiva en el contexto de la venta privada o salida a bolsa.

6. Minimización de la duplicidad de costes

El mantenimiento de dos procesos de desinversión simultáneos y paralelos mal coordinados entre sí, podría resultar extremadamente ineficiente y con duplicación de costes. Sin embargo, una previa y minuciosa planificación y ejecución del proceso de desinversión "dual-track" podría suponer al vendedor un coste solo marginalmente superior al de una única estrategia de desinversión.

Al objeto de poner en marcha un proceso de "dual-track" de forma eficiente y exitosa, se recomienda llevar a cabo las siguientes actuaciones:

- Contratar a asesores financieros, contables y legales con amplia experiencia en operaciones de "dual-track" para ayudar al inversor a liderar ambos procesos.
- Crear una base de datos electrónica completa, actualizada y ordenada con toda la documentación relevante de la compañía target, para facilitar su acceso y el ejercicio

de la "due diligence" de los bancos colocadores, bancos financiadores, potenciales compradores y sus asesores.

- Firmar contratos de confidencialidad con cada uno de los actores intervinientes en el proceso, dejando constancia, en los contratos firmados por potenciales compradores en el proceso de la venta privada, del potencial interés de los vendedores de desinvertir mediante una salida a bolsa.
- Conocer a los potenciales compradores en el proceso de venta privada y las implicaciones regulatorias y en materia de competencia que pueden conllevar. Avanzar en el proceso con el comprador equivocado ocasiona una pérdida de dinero y tiempo para el vendedor, así como la pérdida de oportunidades de negocio con otros potenciales compradores más adecuados para la desinversión.
- Entender los consentimientos de terceros que puedan ser necesarios para la salida en cada uno de los procesos de desinversión, así como los plazos necesarios para su obtención. En particular, en sectores regulados, los consentimientos necesarios de la Administración pueden retrasar significativamente la desinversión.
- Organizar llamadas de seguimiento semanales para asegurar la correcta comunicación y coordinación entre los diferentes equipos de los actores intervinientes en el proceso.
- Solicitar a los asesores financieros en la operación, con carácter periódico, actualizaciones de la evaluación de la compañía target para que el vendedor pueda analizar adecuadamente las implicaciones de las dos estrategias de desinversión.
- Distribuir claramente las responsabilidades entre los miembros del equipo. Resulta crucial para los asesores financieros y legales conocer quien se encuentra liderando cada parte del proceso.
- Aprovechar la complementariedad de ambos procesos y el trabajo realizado en cada proyecto (como, por ejemplo, la documentación que debe ponerse a disposición de compradores o las entidades colocadoras), con las cautelas señaladas anteriormente. Se recomienda que los materiales de "due diligence" se preparen de tal forma que puedan dividirse por cada una de las unidades de negocio de la compañía target para que puedan aprovecharse tanto si el vendedor decide desinvertir todo o parte del negocio de la compañía.
- Demorar la elección del método concreto de desinversión el máximo tiempo posible para adaptarse a la evolución de las negociaciones con los diferentes actores de los dos procesos. Aunque pueda parecer que una de los procesos de desinversión sea el más adecuado, los diferentes asesores del vendedor deben prepararse para cambiar la estrategia de salida a raíz de la evolución de las negociaciones, así como a causa de un cambio repentino en las condiciones de los mercados.
- Determinar, lo antes posible, los estados financieros necesarios para la salida a bolsa así como el desarrollo de los sistemas internos de control contables necesarios para una

sociedad cotizada. Resulta crucial involucrar lo antes posible al organismo regulador de la salida a bolsa para analizar esta materia.

7. Situaciones en las que un "dual-track" no sería viable

En muchas circunstancias, llevar a cabo una de las estrategias de desinversión (salida a bolsa o venta privada) no resulta posible para la compañía -o target- por una de las siguientes causas:

- La industria o el negocio de la sociedad no despierte el interés de potenciales compradores o de los mercados de capitales;
- Alguna jurisdicción en la que se desarrolla una parte significativa del negocio de la compañía se encuentra en una zona en conflicto o sujeta a gran inseguridad jurídica;
- Los recursos adicionales que requiere un proceso de "dual-track" en momentos en los que el equipo directivo debe centrarse en otros temas relacionados con la gestión ordinaria del negocio de la sociedad;
- Los estados financieros no reúnen las características o no cumplen con las exigencias del organismo supervisor de la salida a bolsa o existe un riesgo de reformulación de los estados financieros de la compañía; u
- Otros factores de riesgos relevantes tales como cambios previstos en la legislación o en las prácticas contables vigentes.

8. Conclusiones

Un proceso de "dual-track" exige una importante inversión de recursos y tiempo para su materialización. Asimismo exigirá una elevada coordinación y cooperación entre el accionista vendedor, los miembros del equipo directivo de la sociedad target, los asesores financieros, los bancos de inversión, los auditores y los asesores legales de las partes intervinientes. Sin embargo, si se lleva a cabo de forma eficaz, se incrementan las posibilidades de que un inversor consiga una desinversión favorable y obtenga el máximo valor posible para las condiciones de mercado existentes.

