

IMPORTANCIA DE LAS FAIRNESS OPINIONS Y SOLVENCY OPINIONS EN OPERACIONES DE PRIVATE EQUITY

Es una práctica habitual que el Consejo de Administración de una empresa cotizada obtenga una Fairness Opinion antes de aprobar operaciones corporativas, como una compraventa de una empresa. Aunque no es tan habitual aún, ya observamos una tendencia creciente en el uso de este tipo de opiniones en transacciones que involucran a empresas no cotizadas.

En este artículo, Javier Zoido y Jeffrey Schiedemeyer, Managing Directors en Duff & Phelps, describen el uso creciente de las Fairness Opinions y Solvency Opinions en operaciones de fondos de Private Equity.

CONTEXTO E INTRODUCCIÓN

Una Fairness Opinion consiste en una opinión experta de un asesor financiero independiente sobre los términos financieros de una transacción. A menudo se refiere a una ecuación de canje de acciones o al precio pagado o recibido en la transacción. Una Fairness Opinion se considera una pieza fundamental de cara a la protección de consejeros, equipo gestor y accionistas. Se ha convertido en una herramienta determinante para la toma de decisiones, dado que los términos de estas transacciones suelen ser analizados por los diferentes grupos interesados o *stakeholders* en la transacción. La Fairness Opinion ayuda a los Consejos de Administración a determinar si la transacción propuesta es razonable o justa para los accionistas u otros *stakeholders*, desde un punto de vista financiero.

La Ley de Sociedades de Capital en España y legislaciones similares a nivel global establecen el deber de los administradores de “desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad”¹. Asimismo, los administradores tienen un deber de diligencia², ya que deben “desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario...”, “deberán tener la dedicación adecuada y adoptarán las medidas precisas para la buena dirección y el control de la sociedad” y “en el desempeño de sus funciones, el administrador tiene el deber de exigir y el derecho de recabar de la sociedad la información adecuada y necesaria que le sirva para el cumplimiento de sus obligaciones”.

Las decisiones de los administradores pueden ser secundadas por una Fairness Opinion independiente de un asesor acreditado y experimentado, mecanismo que ayuda a soportar el cumplimiento de los citados deberes. Si bien las Fairness Opinions tienen su origen histórico y son más comunes en Estados Unidos y el mundo anglosajón, su utilización en Europa y en España es cada vez más habitual.

PERSPECTIVA DEL PRIVATE EQUITY

La comunidad de Private Equity ha crecido enormemente, multiplicando su presencia global en los últimos 20 años. En general, las responsabilidades y prácticas de gobierno corporativo de los gestores de Private Equity son similares independientemente de la jurisdicción.

En este artículo nos enfocamos en ciertas operaciones comunes en los Private Equity que entrañan un riesgo especial y que las opiniones de un tercero independiente ayudan a mitigar:

1. Artículo 227.1 Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.
2. Artículo 225 Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

OPERACIONES ENTRE PARTES RELACIONADAS

Dado que los General Partners³ (GP) tienen obligaciones fiduciarias con los Limited Partners⁴ (LPs), los fondos de Private Equity que realizan transacciones con partes relacionadas entre sí tienen ciertos conflictos de interés que deben tenerse en cuenta.

Una transacción de una compañía puede realizarse entre fondos con el mismo GP. Los LPs de los fondos no serán generalmente idénticos. Por sus obligaciones fiduciarias hacia todos los LPs, el GP tienen una obligación de cara a garantizar a cada una de las partes que el precio es “justo” o “razonable”.

Abordando cuestiones o inquietudes relacionadas con información desigual y la apariencia de *self-dealing* en transacciones con partes relacionadas entre sí, una Fairness Opinion independiente mitiga cualquier conflicto de interés real o aparente por el que un Fondo pudiera ser o parecer favorecido sobre otro.

Pero esta defensa formal a la labor del GP no es la única función de una Fairness Opinion. Los GPs pueden diseñar operaciones entre partes relacionadas para optimizar la gestión de ambas en beneficio del conjunto de LPs. En estos casos, demuestran su buena práctica y lealtad como fiel representante mediante una Fairness Opinion de un asesor financiero independiente que determina que el precio a pagar o a recibir es justo para cada uno de los fondos.

¿Cómo se desarrolla un proceso de Fairness Opinion?

- Al principio, el asesor independiente llevará a cabo una reunión con el equipo directivo (la “Dirección”) de la compañía objeto de la transacción. El asesor solicitará también al cliente información general sobre la compañía, sus estados financieros históricos y los proyectados por la Dirección y otra información relacionada con el negocio y la Transacción Propuesta.
- Posteriormente, se establecen reuniones de trabajo, tanto con la compañía objeto de la transacción como con el Cliente, para entender y profundizar en la información facilitada y en el conocimiento de la compañía, resolver dudas y confirmar el entendimiento de la transacción en todos sus ángulos.
- Idealmente, el proveedor de la Fairness Opinion contará con alrededor de un mes para completar su análisis. Dicho plazo puede variar, ya que las Fairness Opinions son

específicas de cada operación y dependientes de sus tiempos.

- Tras analizar la información y realizar una valoración de la compañía, se entrega una Fairness Opinion al cliente.
- El análisis financiero del asesor independiente normalmente determina un rango razonable de valores, referencia con la que comparar el punto donde se encuentra el precio de compraventa o el implícito en la ecuación de canje, en su caso.

Particularidades de las Fairness Opinions en operaciones de Private Equity entre partes relacionadas

- En el caso de transacciones entre partes relacionadas, es posible encontrarse con una complejidad adicional. Si bien una Fairness Opinion es habitualmente realizada para una de las partes de la transacción, en estas situaciones se puede dar el caso de que la misma Fairness Opinion sea requerida para ambos Fondos. En tal caso, es necesario que la transacción se realice a un precio centrado en el rango razonable de valores derivado del análisis de Fairness Opinion, de cara a que sea “justo” para ambas partes.

¿En qué difiere una Fairness Opinion de una valoración?

- El análisis subyacente en ambos casos debe ser similar e imparcial. De hecho, si una valoración es usada de cara a soportar una transacción, tiene un nivel de riesgo similar al asociado a una Fairness Opinion. Dado el contexto transaccional y el nivel de responsabilidad asociado al mismo, involucran un importante riesgo de litigio para el asesor financiero. Por ese motivo, este tipo de trabajos deben realizarse con la mayor diligencia, profundidad, supervisión y redundancia de controles posibles.

INTRODUCCIÓN A LAS SOLVENCY OPINIONS. ¿QUÉ ES UNA SOLVENCY OPINION?

- Una Solvency Opinion analiza una serie de aspectos de valoración, capitalización y capacidad de generación de flujos de caja de una compañía ante una determinada operación financiera como puede ser un *dividend recap* o un *leveraged buyout* (LBO) con el propósito de determinar su potencial solvencia ante la operación propuesta.
- Las Solvency Opinions pueden ayudar a los Consejos de Administración a determinar la razonabilidad de un dividendo y a evaluar la solvencia en las transacciones apalancadas. Aunque no se requiere legalmente, las

3. La Gestora encargada del día a día de la gestión de los fondos de Private Equity.

4. Inversores en Fondos de Private Equity (normalmente fondos de pensiones, aseguradoras e inversores institucionales).

situaciones más comunes en las que se solicitan Solvency Opinions son:

- Dividend Recaps;
 - LBOs;
 - Spin-offs corporativos y escisiones; y
 - Reestructuraciones corporativas.
- Una Solvency Opinion abarca tanto análisis de valoración como de generación de flujos de caja que determinan si, después de una transacción propuesta:
 - El valor razonable del negocio (Business Enterprise Value o BEV) excede a la deuda (incluyendo pasivos contingentes);
 - La compañía es capaz de repagar sus deudas (incluidos los pasivos contingentes); o si
 - La compañía cuenta con un nivel injustificadamente bajo de activos (o capital) para los negocios en los que está comprometida o en los que la Dirección ha indicado que tiene la intención de participar.
 - Una Solvency Opinion, como mínimo, se centra en las siguientes pruebas:
 - Prueba de balance: consiste en una valoración del negocio de la compañía utilizando metodologías de valoración generalmente aceptadas (descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías cotizadas y de mercado u otros análisis), deduciendo a continuación el valor declarado de sus pasivos, incluyendo los pasivos contingentes identificados, que permite analizar el “colchón” o la cantidad por la cual los activos (a valor razonable) exceden a sus pasivos.
 - Prueba del flujo de caja: consiste en un análisis del flujo de caja de la compañía con el propósito de determinar la capacidad de la misma de atender a sus compromisos financieros. Para ello, se parte de las proyecciones detalladas del flujo de caja, las cuales incluyen el pago de las obligaciones de la deuda y pasivos contingentes identificados y se analiza su capacidad de repago, el cumplimiento proyectado de los covenants derivados de los contratos de crédito y de las ratios de apalancamiento y de cobertura de intereses. Este análisis se suele realizar no sólo sobre el escenario base de la Dirección, sino también bajo escenarios “estresados”, esto es, sensibilizados a la baja, realizados por el asesor independiente.

Solvency Opinions en situaciones de Dividend Recaps

- Una operación de “dividend recap” consiste en re-apalancar una compañía con el objeto de repartir a sus accionistas un dividendo extraordinario. Los dividend recaps son habituales en las compañías participadas por Fondos de Private Equity y permiten a los accionistas recuperar parte de su inversión sin necesidad de vender o diluir su control.
- Sin embargo, una operación de re-apalancamiento de este tipo tiende a incrementar el riesgo financiero de la compañía. Algunos riesgos son inherentes al negocio y, consecuentemente, dependientes de la capacidad de la compañía de generar flujos de caja. Otros riesgos dependen de la situación macroeconómica, como es el caso del coste del dinero, expectativa de crecimiento de un país o región, expectativa de índice de precios al consumo, etc. Conviene, por tanto, tener claro cuáles son las perspectivas macroeconómicas, la coyuntura sectorial y la posición competitiva de la compañía antes de llevar a cabo una refinanciación bancaria o de realizar un recap, evitando eventuales situaciones alarmantes.
- Existe una serie de ejemplos conocidos de dividend recaps en el mercado español: Apax Partners en Panrico, PAI, Permira y CVC en Cortefiel, Advent y Parques Reunidos, Alantra y Mivisa, Carlyle y Orizonia KKR e Investindustrial y Portaventura, o Bridgepoint y Dorna han llevado a cabo operaciones de dividend recaps en los últimos años.

Un caso de estudio real: dividend recap involucrando una compañía española

- Desde que fue adquirida en 2011 por el fondo de Private Equity, la compañía (“OpCo”) tuvo un buen desempeño financiero y fue capaz de desapalancarse repagando principal e incrementando su EBITDA
- Los accionistas, dos fondos internacionales de Private Equity, decidieron recientemente reapalancar la compañía al mismo múltiplo de deuda/EBITDA que en el momento de la compra
- La entrada de fondos relacionada con la nueva deuda fue usada para repagar un dividendo especial a los accionistas
- De cara a proporcionar apoyo a terceros que la transacción no haría insolvente a la compañía, OpCo encomendó a Duff & Phelps una Solvency Opinion al Consejo de Administración de la Compañía, de cara a la financiación y el pago del dividendo.

MUCHO MÁS QUE UNA CARTA

- Hay mucho más detrás de la emisión de una Fairness Opinion o Solvency Opinion que una breve carta indicando si el precio es justo desde un punto de vista financiero o si la compañía será solvente. Ambas incluyen un análisis financiero robusto y exhaustivo que soporta la opinión escrita de la carta.
- El resumen del análisis financiero (normalmente en forma de informe) se suele presentar al Consejo de Administración, explicando las conclusiones del análisis y la opinión, de modo que éste cuente con todo el análisis realizado en la Fairness o en la Solvency Opinion, de cara a apoyar su decisión sobre la transacción. Al basarse en el consejo del asesor independiente, es imperativo que el Consejo de Administración reciba suficiente detalle para comprender cómo el asesor ha llegado a su propia conclusión. Por tanto, los informes subyacentes deben incluir todos los aspectos relevantes que han permitido al asesor independiente formar su opinión.
- En el contexto de compañías no cotizadas, y en particular las de un Private Equity, el riesgo de un posible proceso litigioso y, por tanto, la necesidad de una Fairness Opinion o Solvency Opinion varía dependiendo de la situación. Una compañía no cotizada puede tener un accionariado disperso con opiniones divergentes. Una transacción puede involucrar a partes relacionadas donde exista un conflicto de interés. Una Fairness Opinion o Solvency Opinion de un tercero independiente puede ayudar a mitigar estos riesgos y conflictos de interés. Las buenas prácticas de gobierno corporativo y la transparencia ayudan a reducir el escepticismo de los inversores y, en última instancia, reducen el riesgo de litigio.

INDEPENDENCIA

- Es bastante habitual que los bancos de inversión ("BI") realicen una Fairness Opinion como complemento al asesoramiento financiero a la Compañía en el contexto de una transacción. Los BI, en su asistencia en una potencial transacción, incorporan la búsqueda de compradores o vendedores, la valoración de la empresa para concretar las expectativas de precio, así como el diseño de la operación y la búsqueda de financiación de la misma, cuando no son ellos mismos los que la proporcionan. Asimismo, suelen emitir Fairness Opinions y los honorarios de las mismas se suelen incorporar como parte del asesoramiento. A menudo se puede interpretar que existe un cierto conflicto de interés por la remuneración que percibe el BI por su asesoramiento,

la cual está en gran medida condicionada al éxito de la transacción y requiere de la emisión de una Fairness Opinion favorable. Es creciente la creencia de que, al igual que un contable no debería auditar sus propias cuentas, un BI no debería emitir una Fairness Opinion sobre una operación en la que está involucrado y condicionado a través del componente variable de su remuneración.

- Por esa razón, es cada vez más habitual, incluso si el BI ha emitido una Fairness Opinion, que el Consejo de Administración solicite otra Fairness Opinion independiente de una firma que no esté involucrada en la transacción ni tenga conflictos de interés aparentes, como otro asesoramiento en la transacción (por ejemplo, Due Diligence financiera, fiscal o legal, habitualmente proporcionado por firmas auditoras).

LAS ESTADÍSTICAS

Duff & Phelps fue la compañía número uno en 2017 y también acumulando los últimos 10 años por el número de Fairness Opinions anunciadas a nivel global, según Thomson Reuters. La firma presta cerca de 100 Fairness Opinions⁵ y un número similar de Solvency Opinions al año a nivel global. En un estudio reciente realizado por Duff & Phelps sobre el valor de las Fairness Opinions para los Consejos de Administración, analizando más de 3.000 Fairness Opinions, se concluyó que:

- La gran mayoría de las Fairness Opinions ofrecen un rango de valoración que va del 10% al 15% a cada lado de un punto intermedio;
- De las opiniones revisadas, el 91% usó varias metodologías para llegar a una valoración, mientras que el 75% usó tres o más; y
- El descuento de flujos de caja produjo los rangos de valor más estrechos de entre las metodologías revisadas.

NUESTRA EXPERIENCIA Y VISIÓN A FUTURO

En Duff & Phelps hemos estado involucrados en algunas de las mayores transacciones en los últimos años en el mercado español, lo que nos permite observar ciertas tendencias.

Con respecto a las operaciones entre partes vinculadas, la CNMV viene siendo, como es de esperar, muy rigurosa en las transacciones con empresas cotizadas. Hemos observado que, recientemente, ciertos fondos de Private Equity han ido adoptando las medidas de precaución habituales en otros mercados para este tipo de transacciones. Si bien ha sido

5. En el ranking oficial de Thomson Reuters aparecen 65 Fairness Opinions en 2017, dado que no se incluyen operaciones que finalmente no se concretaron

habitual contar con valoraciones de terceros de cara a este tipo de transacciones, una Fairness Opinion proporciona mayor protección, por lo que esperamos que este tipo de asesoramiento se vaya haciendo más habitual en España en el futuro.

Con respecto a las Solvency Opinions para dividend recaps y otras operaciones apalancadas, pensamos que la vuelta de la financiación barata hará estas operaciones más habituales. La popularización de las Solvency Opinions en EEUU ha llevado a que empiece a verse este tipo de asesoramiento en mercados europeos. Pensamos, sin embargo, que la tendencia observada en países vecinos llegará a nuestro mercado apoyada en las operaciones de fondos extranjeros.

En un mercado cada vez más global, donde muchos de los LPs son grandes inversores institucionales globales, un mecanismo adicional de cara a tomar las mejores decisiones en este tipo transacciones, como pudieran ser Fairness o Solvency Opinions, debe inevitablemente convertirse en un requisito necesario a considerar en el proceso transaccional.

CONTACTS



Javier Zoido

Managing Director
Iberia Valuation Services Leader
javier.zoido@duffandphelps.com
T +34 910389010



Jeff Schiedemeyer

Managing Director
Fairness and Solvency Opinions
Jeff.Schiedemeyer@duffandphelps.com
T +1 312 697 4655

About Duff & Phelps

Duff & Phelps is the global advisor that protects, restores and maximizes value for clients in the areas of valuation, corporate finance, investigations, disputes, cyber security, compliance and regulatory matters, and other governance-related issues. We work with clients across diverse sectors, mitigating risk to assets, operations and people. With Kroll, a division of Duff & Phelps since 2018, our firm has nearly 3,500 professionals in 28 countries around the world. For more information, visit www.duffandphelps.com.

M&A advisory, capital raising and secondary market advisory services in the United States are provided by Duff & Phelps Securities, LLC. Member FINRA/SIPC. Pagemill Partners is a Division of Duff & Phelps Securities, LLC. M&A advisory, capital raising and secondary market advisory services in the United Kingdom are provided by Duff & Phelps Securities Ltd. (DPSL), which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. M&A advisory and capital raising services in Germany are provided by Duff & Phelps GmbH, which is a Tied Agent of DPSL. Valuation Advisory Services in India are provided by Duff & Phelps India Private Limited under a category 1 merchant banker license issued by the Securities and Exchange Board of India.