



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
ICADE

# **LA EVOLUCIÓN DEL PRIVATE EQUITY EN EL MERCADO EUROPEO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES:**

De la expansión monetaria tras la crisis financiera al  
endurecimiento pos-COVID

Autor: Patricia Benlloch Estalella  
Director: David Pérez-Renovales

MADRID | Marzo, 2026

## RESUMEN

Este trabajo analiza la evolución del *private equity* en el mercado europeo de fusiones y adquisiciones desde el periodo de expansión monetaria posterior a la crisis financiera global hasta el endurecimiento de las condiciones financieras tras la pandemia. El interés del tema radica en que, durante más de una década, el entorno de tipos bajos, elevada liquidez y financiación abundante favoreció un crecimiento sostenido de la actividad de M&A y reforzó el papel de los fondos de *private equity* en Europa. Sin embargo, el posterior cambio de política monetaria hace necesario examinar cómo se ha adaptado este modelo de inversión al nuevo contexto. El objetivo principal del estudio es analizar de qué manera la transición desde un entorno monetario expansivo a otro más restrictivo ha influido en el papel y en las estrategias de los fondos de *private equity* en el mercado europeo. Para ello, se emplea una metodología cualitativa, deductiva y basada en la revisión de fuentes secundarias, como literatura académica, informes institucionales y publicaciones especializadas. Los resultados muestran que el *private equity* ha mantenido una posición relevante en el mercado europeo de M&A, aunque su funcionamiento se ha visto condicionado por el cambio de entorno financiero. En particular, el endurecimiento monetario ha reducido la facilidad para utilizar deuda, ha dificultado las salidas y ha impulsado una dinámica más selectiva, en la que ganan peso la disciplina financiera, la calidad del activo y la capacidad real de creación de valor. En consecuencia, el estudio concluye que el *private equity* no ha perdido relevancia, pero sí opera hoy en un marco más exigente y menos dependiente del crédito abundante.

**Palabras clave:** “Private equity”, “M&A”, “Mercado europeo”, “Política monetaria”, “Apalancamiento financiero”, “Buy-outs”.

## **ABSTRACT**

This paper analyzes the evolution of private equity in the European mergers and acquisitions market from the period of monetary expansion following the global financial crisis to the tightening of financial conditions after the pandemic. The relevance of the topic lies in the fact that, for more than a decade, the environment of low interest rates, high liquidity, and abundant financing supported sustained growth in M&A activity and strengthened the role of private equity funds in Europe. However, the subsequent shift in monetary policy makes it necessary to examine how this investment model has adapted to the new context. The main objective of the study is to analyze how the transition from an expansionary monetary environment to a more restrictive one has influenced the role and strategies of private equity funds in the European market. To this end, the paper adopts a qualitative, deductive methodology based on the review of secondary sources, including academic literature, institutional reports, and specialized publications. The findings show that private equity has maintained a relevant position in the European M&A market, although its activity has been conditioned by the change in the financial environment. In particular, monetary tightening has reduced the ease of using debt, made exits more difficult, and fostered a more selective investment dynamic, in which financial discipline, asset quality, and the actual ability to create value have become increasingly important. Consequently, the study concludes that private equity has not lost relevance, but it now operates within a more demanding framework that is less dependent on abundant credit.

**Keywords:** “Private equity”, “M&A”, “European market”, “Monetary policy”, “Financial leverage”, “Buy-outs”.

# Índice de Contenido

<b>1. Introducción</b> .....	7
<b>1.1 Justificación e interés del tema</b> .....	7
<b>1.2 Objetivos</b> .....	8
<b>1.3 Metodología</b> .....	8
<b>1.4 Estructura del trabajo</b> .....	9
<b>2. Marco teórico</b> .....	10
<b>2.1 El concepto de Private Equity</b> .....	10
<b>2.1.1. Definición y características principales</b> .....	10
<b>2.1.2. Tipos de Private Equity</b> .....	13
<b>2.1.3. Ciclo de inversión de los fondos de Private Equity</b> .....	16
<b>2.2 El mercado de fusiones y adquisiciones</b> .....	18
<b>2.2.1. Concepto y tipología de las operaciones de M&amp;A</b> .....	18
<b>2.2.2. Principales motivaciones económicas y estratégicas de las operaciones de M&amp;A</b> 20	
<b>2.2.3. El papel del Private Equity en las operaciones de M&amp;A</b> .....	22
<b>2.3 Entorno financiero y Private Equity</b> .....	25
<b>2.3.1 Estructura de financiación y creación de valor en el Private Equity</b> .....	25
<b>2.3.2 Relación entre política monetaria y actividad del Private Equity</b> .....	26
<b>2.3.3 Contexto macrofinanciero del ciclo de tipos bajos y liquidez (2010–2018)</b> .....	32
<b>3. Análisis del mercado europeo de fusiones y adquisiciones: de la política monetaria expansiva al contexto monetario restrictivo</b> .....	35
<b>3.1 El modelo del Private Equity tras la crisis financiera (2007-2015)</b> .....	35
<b>3.1.1 Evolución del mercado europeo de M&amp;A en el periodo posterior a la crisis financiera</b> .....	35
<b>3.1.2 El modelo de Private Equity antes de la crisis y el impacto del colapso financiero (2005-2007)</b> .....	40
<b>3.1.3 La recuperación gradual del Private Equity tras la crisis financiera (2007-2015)</b> .....	41
<b>3.1.4 Cambios en las estrategias de inversión y en el marco regulatorio</b> .....	44
<b>3.2 Características del periodo de condiciones financieras favorables en la etapa pre-COVID (2015–2020)</b> .....	47
<b>3.2.1 Estrategias de los fondos de Private Equity</b> .....	47
<b>3.2.2 Evidencia cuantitativa: múltiplos y financiación</b> .....	50

<b>3.3 El cambio de entorno financiero y el endurecimiento de las condiciones tras el COVID (2020-2022)</b> .....	51
<b>3.3.1 Impacto del nuevo contexto de restricción monetaria en la actividad del Private Equity (2022-2024)</b> .....	54
<b>3.3.2 Evidencia cuantitativa: múltiplos, salidas y financiación (2020–2024)</b> .....	59
<b>4. Discusión y conclusiones</b> .....	63
<b>5. Declaración de uso de herramientas de Inteligencia Artificial Generativa</b> .....	66
<b>6. Bibliografía</b> .....	67

## Índice de Figuras

<b>Figura 1: Ciclo de inversión de los fondos de Private Equity</b> .....	17
<b>Figura 2: Fusión por absorción</b> .....	18
<b>Figura 3: Fusión por consolidación</b> .....	19
<b>Figura 4: Evolución del apalancamiento en los buy-outs y de las condiciones del mercado de crédito (1980–2008)</b> .....	28
<b>Figura 5: Evolución del tipo de interés del BCE y el diferencial de crédito high yield en euros (2006-2026)</b> .....	29
<b>Figura 6: Evolución de los tipos de interés a largo plazo en economías avanzadas y economías emergentes (2000–2018)</b> .....	33
<b>Figura 7: Evolución de la inflación general a nivel mundial, en economías avanzadas y emergentes (1970–2018)</b> .....	33
<b>Figura 8: Evolución del valor y número de operaciones de M&amp;A y greenfield transfronterizas (2007–2011)</b> .....	36
<b>Figura 9: Actividad trimestral de M&amp;A en Europa (2007–1º semestre 2015)</b> .....	38
<b>Figura 10: Valor de los buy-outs en Europa (millones de euros), 1985–2013</b> .....	43
<b>Figura 11: Mercado europeo de buy-outs por número de transacciones (1985–2013)</b> .....	43
<b>Figura 12: Evolución de los múltiplos EV/EBITDA de entrada y salida en buy-outs europeos, por año de adquisición (mediana móvil a dos años, 2002–2013)</b> .....	45
<b>Figura 13: Apalancamiento en operaciones de buy-out en EE. UU. (Deuda/EBITDA, 2015–2020)</b> .....	47
<b>Figura 14: Evolución de los múltiplos de entrada en operaciones de buy-out y en empresas cotizadas de pequeña capitalización en Estados Unidos (2015–2020)</b> .....	48
<b>Figura 15: Crecimiento del capital captado en fondos de growth equity por región (miles de millones, 2000–2021)</b> .....	49
<b>Figura 16: Evolución del múltiplo mediano EV/EBITDA y de su composición entre deuda y patrimonio neto en operaciones de buy-out en Europa</b> .....	50
<b>Figura 17: Rentabilidad global de los fondos por clase de activos (% TIR)</b> .....	53
<b>Figura 18: Evolución del valor y número de operaciones de Private Equity por región (2015-2024)</b> .....	55
<b>Figura 19: Captación de fondos de Private Equity por región, 2011-2024 (miles de millones de</b>	

USD) .....	58
<b>Figura 20: Captación global de Private Equity por subclase, 2011–2024, miles de millones de dólares</b> .....	59
<b>Figura 21: Comportamiento del múltiplo mediano EV/EBITDA en buy-outs europeos (2020–2024)</b> .....	60

## Índice de tablas

<b>Tabla 1: Comparación entre compradores estratégicos y compradores financieros en operaciones de M&amp;A.</b> .....	24
<b>Tabla 2: Operaciones de M&amp;A transfronterizas patrocinadas por fondos de Private Equity (1996–mayo de 2011)</b> .....	42
<b>Tabla 3: Comparación de los múltiplos de entrada y salida, las condiciones de financiación y la duración de las carteras en Europa (pre-crisis vs poscrisis)</b> .....	46
<b>Tabla 4: Evolución de la actividad de desinversión en el Private Equity europeo (2020–2024)</b>	61

# 1. Introducción

## 1.1 Justificación e interés del tema

Tras la crisis financiera global, el mercado europeo de fusiones y adquisiciones entró gradualmente en una etapa de recuperación favorecida por un contexto financiero muy favorable, caracterizado por tipos de interés históricamente bajos, una elevada disponibilidad de liquidez y unas condiciones de financiación poco restrictivas. En este escenario, los fondos de *private equity* desempeñaron un papel muy relevante en las operaciones de M&A, impulsando su actividad durante más de una década.

Sin embargo, tras la pandemia del COVID-19 y el posterior aumento de la inflación, se produjo un cambio importante en la política monetaria, marcado por una rápida subida de los tipos de interés y un endurecimiento de las condiciones de financiación. En este nuevo escenario, resulta relevante analizar cómo han evolucionado las estrategias y el comportamiento de los fondos de *private equity* en el mercado de fusiones y adquisiciones.

La literatura existente sugiere que estos actores se han adaptado progresivamente a la nueva situación, dando lugar a cambios en el tipo de operaciones realizadas, en el uso del apalancamiento financiero y en los criterios utilizados para seleccionar inversiones. No obstante, gran parte de esta información se encuentra dispersa en estudios parciales o informes sectoriales, lo que dificulta obtener una visión global de su evolución en el ámbito europeo.

La realización de este trabajo se justifica, por tanto, por la necesidad de ofrecer una síntesis estructurada y actualizada sobre la evolución del papel del *private equity* en el mercado europeo de fusiones y adquisiciones tras el paso de un contexto monetario expansivo a uno de endurecimiento financiero, a partir del análisis de fuentes académicas e institucionales. Este enfoque permite situar los cambios observados en su contexto económico y facilitar la comprensión de las dinámicas actuales del mercado.

Este estudio presenta un interés tanto académico como profesional, ya que puede ser útil para estudiantes e investigadores que quieran comprender el funcionamiento del mercado de fusiones y adquisiciones, así como para profesionales interesados en analizar las tendencias más recientes del *private equity* en Europa.

## 1.2 Objetivos

El objetivo principal del presente estudio consiste en analizar cómo el cambio en el contexto de las condiciones monetarias, desde la etapa de expansión posterior a la crisis financiera global hasta el endurecimiento monetario tras la pandemia, ha influido en el papel y en las estrategias de los fondos de *private equity* en el mercado europeo de fusiones y adquisiciones.

De forma más específica, el estudio persigue los siguientes objetivos:

1. Definir el concepto de *private equity* y su papel en el mercado de fusiones y adquisiciones.
2. Describir la evolución del entorno financiero europeo tras la crisis financiera global.
3. Identificar las características del periodo de tipos de interés bajos y elevada liquidez.
4. Analizar los cambios en la actuación de los fondos de *private equity* a partir del endurecimiento de las condiciones financieras tras el COVID.
5. Comparar el comportamiento del *private equity* en un entorno financiero favorable frente al contexto actual más restrictivo.
6. Sintetizar las principales conclusiones de la literatura revisada sobre la evolución reciente del *private equity* en Europa.

## 1.3 Metodología

Para lograr el objetivo del trabajo, se utiliza una metodología basada en el análisis de información ya existente. Por tanto, el enfoque metodológico es deductivo, ya que el análisis parte de teorías y estudios previos sobre el *private equity*, el mercado de fusiones y adquisiciones y el entorno financiero, para posteriormente analizar cómo estos planteamientos se reflejan en el contexto europeo y en distintos momentos de los periodos estudiados.

Además, el trabajo sigue un enfoque cualitativo, dado que el interés principal es comprender los cambios en el comportamiento y las estrategias de los fondos de *private equity*, y no medir variables ni establecer relaciones estadísticas. El análisis se centra en el contenido de textos, informes y estudios previos que describen la evolución del mercado.

La investigación se basa en una revisión de fuentes secundarias, como artículos académicos, informes institucionales y publicaciones especializadas sobre *private equity* y fusiones y adquisiciones en Europa. El estudio se centra en cómo el cambio en el contexto de las condiciones monetarias—expansión monetaria tras la crisis financiera global, que dio paso a un endurecimiento de la política monetaria a consecuencia del contexto de alta inflación tras la pandemia—ha afectado a la industria del

capital privado y a sus operaciones de inversión y desinversión.

Para analizar la información recopilada se emplean técnicas de análisis descriptivo y análisis de contenido, que permiten identificar tendencias, cambios relevantes y diferencias en la actuación de los fondos de *private equity* en un entorno financiero favorable frente al contexto actual más restrictivo.

#### **1.4 Estructura del trabajo**

El presente trabajo se estructura en varios apartados. En primer lugar, la Introducción presenta la justificación e interés del tema, los objetivos del estudio, la metodología empleada y la estructura general del trabajo. En segundo lugar, se desarrolla el Marco teórico, en el que se revisan los principales conceptos y enfoques necesarios para contextualizar el análisis, prestando especial atención al *private equity*, al mercado de fusiones y adquisiciones y a la relación entre entorno financiero, apalancamiento y actividad de M&A. A continuación, se incluye un bloque de análisis del mercado europeo de fusiones y adquisiciones, centrado en la evolución del *private equity* desde el contexto de expansión monetaria posterior a la crisis financiera global hasta el posterior endurecimiento de las condiciones financieras. Finalmente, el trabajo se cierra con un apartado de discusión y conclusiones, en el que se interpretan los principales hallazgos del estudio, se exponen las conclusiones alcanzadas y se recogen las limitaciones del trabajo y las posibles líneas futuras de investigación. El estudio se completa con la bibliografía.

## 2. Marco teórico

### 2.1 El concepto de Private Equity

#### 2.1.1. Definición y características principales

El *private equity* consiste en la inversión en empresas que no cotizan en los mercados financieros públicos, con el fin de crear valor a medio y largo plazo a través de la adquisición de una participación significativa —normalmente mayoritaria o de control— en el capital de la compañía, y una intervención relevante en su gestión. Estas inversiones se realizan durante un plazo de tiempo determinado, que suele situarse habitualmente entre tres y siete años, tras el cual los fondos buscan desinvertir y materializar la rentabilidad obtenida.

Las inversiones de los fondos de *private equity* pueden deberse a varios motivos. Entre las situaciones más frecuentes se encuentran casos en los que un fundador decide vender la compañía debido a falta de sucesión o necesidad de monetizar el patrimonio de la empresa. También son habituales los casos en los que los directivos asumen el control de la compañía con la ayuda de un fondo. Asimismo, existen situaciones en las que simplemente un fondo identifica una empresa atractiva y realiza una oferta al propietario para adquirir una participación relevante, manteniendo su gestión inicial. Además, los fondos pueden invertir en empresas con modelos de negocio sólidos o incluso en compañías cotizadas cuando descubren una posible creación de valor no aprovechado.

Kaplan y Strömberg (2009) explican que las firmas de *private equity* obtienen capital a través de fondos cerrados conocidos como fondos de *private equity*, en los que los inversores se comprometen a aportar una cantidad específica de capital para financiar tanto adquisición de empresas como el pago de las comisiones de gestión del fondo. Desde el punto de vista legal, los fondos se estructuran como sociedades comanditarias (*limited partnerships*), protagonizadas por dos figuras clave: los gestores del fondo o socios gestores (*general partners*), encargados de tomar las decisiones de inversión y de gestionar el fondo; así como los inversores o socios comanditarios (*limited partners*), que aportan la mayor parte del capital. Los socios comanditarios suelen ser inversores institucionales, como fondos de pensiones públicos y privados, compañías de seguros, fondos patrimoniales universitarios, así como individuos con elevado patrimonio. Es habitual que los gestores también aporten una pequeña parte del capital total del fondo, normalmente alrededor del 1%, con el objetivo de alinear sus intereses con los de los inversores.

Según ambos autores, basándose en Jensen (1989), los fondos de *private equity* hacen uso de tres grandes mecanismos con el fin de crear valor en las empresas en las que han destinado su inversión: ingeniería financiera, de gobernanza y operativa.

En primer lugar, la ingeniería financiera consiste en el uso del apalancamiento, lo que mejora la disciplina financiera de la empresa, ya que se ve obligada a generar flujos de caja suficientes para afrontar los pagos de intereses y principal. De esta manera, se reduce significativamente la probabilidad de que el equipo directivo destine el flujo de caja a proyectos poco rentables. Además, en muchos países, los intereses de la deuda son deducibles fiscalmente, lo que puede contribuir a aumentar el valor de la empresa. No obstante, Kaplan y Strömberg señalan que hay que prestar especial atención a no caer en el uso excesivo de apalancamiento debido a que incrementa el riesgo financiero, por lo que el uso de deuda debe equilibrarse cuidadosamente.

En segundo lugar, los fondos ejercen una ingeniería de gobierno corporativo que implica un control mucho más activo sobre la empresa. Generalmente, ejercen control sobre el consejo de administración, que suele ser de menor tamaño y se reúne con mayor frecuencia que en las empresas cotizadas. Además, los gestores tienen participaciones importantes en el capital, generalmente en forma de acciones u opciones, lo que alinea sus incentivos con los de los inversores. Kaplan y Strömberg (2009) muestran que, en operaciones de *leveraged buy-outs* (LBOs) o compras apalancadas, el equipo directivo puede poseer alrededor del 15–16% del capital, en comparación con porcentajes mucho menores en empresas cotizadas. Además, los fondos no dudan en reemplazar a los directivos si el desempeño no cumple las expectativas, fortaleciendo así la disciplina en la gestión.

Finalmente, los autores subrayan la creciente relevancia de la ingeniería operativa. A diferencia de etapas previas, muchos fondos de *private equity* contemporáneos disponen de equipos especializados por sectores y profesionales con experiencia operativa. Este conocimiento se emplea para diseñar e implementar planes de creación de valor, que pueden abarcar reducciones de costes, mejoras en la productividad, cambios estratégicos, adquisiciones complementarias o el fortalecimiento del equipo directivo. La evidencia empírica presentada por Kaplan y Strömberg (2009) indica que, en numerosos casos, estas intervenciones generan mejoras significativas en los márgenes operativos, la productividad y la generación de caja tras la adquisición.

En conjunto, estos tres mecanismos explican cómo los fondos de *private equity* pueden influir en el rendimiento de las empresas participadas y generar valor más allá de la simple aportación de capital,

combinando disciplina financiera, control de la gestión y mejoras operativas (Kaplan & Strömberg, 2009).

Desde una perspectiva complementaria, los autores Lerner, Hardyman y Leamon (2012) describen una serie de características principales comunes en la industria del *private equity*. En primer lugar, destaca el carácter ilíquido de las inversiones, ya que no existe un mercado inmediato para vender participaciones en empresas privadas. Esta iliquidez obliga a los fondos a mantener una participación activa y constante en la gestión de las empresas. Además, el *private equity* se caracteriza por una elevada incertidumbre y asimetría de la información, ya que, a diferencia de las empresas públicas cuya valoración es continua, valorar una empresa privada resulta muy complejo debido a que la información disponible es generalmente incompleta. Los fondos suelen buscar mitigar estos riesgos mediante la implicación en la gobernanza y toma de decisiones estratégicas de las empresas en cartera.

Los autores también destacan la importancia de la reputación y las relaciones dentro de la industria, ya que pueden servir de mecanismo de certificación y defensa frente a la información imperfecta. Una positiva experiencia y recorrido de un fondo puede facilitar el acceso a financiación y oportunidades de inversión y desinversión, gracias a la confianza que genera. No obstante, cuando existe una gran competencia entre fondos o abundante capital disponible, este factor puede crear incentivos inadecuados, como un mayor uso del apalancamiento o decisiones de inversión menos disciplinadas.

En cuarto lugar, la actividad del *private equity* es cíclica, es decir, está estrechamente ligada a la evolución de los mercados financieros, las valoraciones, la disponibilidad de financiación y las oportunidades de salida. Los fondos responden a esta ciclicidad adaptando sus estrategias de inversión y desinversión según la fase del ciclo económico.

Por último, el *private equity* emplea incentivos para alinear los intereses de los inversores y los gestores, que es esencial teniendo en cuenta que el capital permanece invertido a largo plazo y es complejo recuperarlo. Además, los gestores requieren mucha flexibilidad para la toma de decisiones, ya que muchas oportunidades de creación de valor no pueden anticiparse ni definirse por completo en los contratos al inicio del fondo. Sin embargo, es muy importante que los sistemas de incentivos estén bien diseñados porque, de lo contrario, pueden crear comportamientos que no maximicen la rentabilidad del fondo. En particular, los gestores pueden verse incentivados a priorizar el crecimiento del tamaño del fondo —que incrementa las comisiones fijas— o a adoptar estrategias excesivamente conservadoras con el fin de proteger su reputación profesional. Por este motivo, resulta fundamental que la remuneración de los gestores esté estrechamente vinculada a los resultados obtenidos y que la

reputación actúe como un mecanismo de disciplina, penalizando aquellas decisiones que no generen valor a largo plazo.

En conjunto, estas características reflejan la complejidad del *private equity* como clase de activo y explican su comportamiento diferenciado frente a otras formas de inversión financiera (Lerner, Hardyman & Leamon, 2012).

### **2.1.2. Tipos de Private Equity**

Los fondos de *private equity* pueden clasificarse según la etapa de desarrollo de la empresa objetivo de la inversión. De acuerdo con la British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA), esta clasificación permite distinguir distintas estrategias de inversión dentro del capital privado, ya que cada una se dirige a empresas con diferentes necesidades y niveles de riesgo (BVCA, 2010).

En primer lugar, se encuentra el *Venture Capital* o capital riesgo, que consiste en inversiones dirigidas a empresas que todavía se encuentran en fases iniciales de su ciclo de vida e incluye las etapas de *seed* (capital semilla), *start-up* (empresa emergente) y *other early stage* (otras fases tempranas). La financiación *seed* tiene como objetivo facilitar la preparación del producto antes de su lanzamiento al mercado, permitiendo transformar una idea en un modelo de negocio más definido mediante la elaboración de un plan empresarial, investigación y creación de prototipos. Se trata de una fase muy inicial, con un elevado nivel de riesgo, por lo que suele atraer a un número reducido de fondos especializados o a inversores privados. El fin de la financiación *start-up* se dirige al desarrollo, inicio de comercialización y las primeras acciones de marketing del producto o servicio de las empresas. Estas compañías pueden llevar poco tiempo operando y presentan un alto potencial de crecimiento, pero también una gran incertidumbre. Por último, otras fases tempranas se refieren a empresas que ya han superado la fase de desarrollo y han comenzado a operar en el mercado, aunque sus resultados económicos siguen siendo negativos. En conjunto, el *venture capital* se caracteriza por asumir niveles de riesgo elevados a cambio de un alto potencial de crecimiento futuro, y suele implicar una participación activa del inversor en el desarrollo estratégico de la empresa.

En segundo lugar, el *Growth Capital* o capital de expansión se dirige a empresas ya consolidadas que buscan crecer, ya sea ampliando su capacidad productiva, accediendo a nuevos mercados o desarrollando nuevos productos. A diferencia del *venture capital*, estas compañías suelen contar con modelos de negocio probados y generar ingresos, aunque requieren capital adicional para acelerar su crecimiento. Además, el capital de expansión no se limita a empresas no cotizadas. En algunos casos,

los fondos invierten en compañías que cotizan en bolsa para apoyar su crecimiento y, cuando consideran que el mercado no está valorando adecuadamente su potencial, pueden optar por mantener la empresa cotizada o promover su exclusión de cotización para ejecutar el plan de expansión con mayor flexibilidad y horizonte de largo plazo. La oferta sobre Applus Services, un grupo de inspección, ensayos y certificación, es un ejemplo claro de este caso. En marzo de 2024, Amber EquityCo, S.L.U., un vehículo creado para canalizar la inversión conjunta de dos fondos de *private equity*, ISQ Fund III y TDR Fund V., formuló una oferta para adquirir el 100% de las acciones de la compañía por 11 euros por acción en efectivo, con el objetivo de tomar el control y, posteriormente, excluirla de cotización en las bolsas españolas (Amber EquityCo, 2024). Los inversores indicaron que la operación pretendía apoyar el desarrollo del grupo y acelerar sus oportunidades de crecimiento, y que la exclusión de bolsa facilitaría la ejecución de iniciativas con una perspectiva de largo plazo y con menor presión de corto plazo asociada a la evolución del precio de la acción. Asimismo, señalaron su intención de trabajar con el equipo directivo para actualizar el plan estratégico, impulsar la expansión a nuevos mercados y segmentos, reforzar la transformación interna para priorizar áreas de mayor potencial, avanzar en la digitalización y evaluar adquisiciones como vía de crecimiento, contando con capacidad adicional de capital si fuese necesario (Applus Services, 2024).

Otro grupo relevante lo constituyen las operaciones de *Buy-out* o adquisición de control, muchas de las cuales se estructuran como compras apalancadas o *leveraged buy-outs* (LBOs), en las que el fondo adquiere una participación mayoritaria o de control en la empresa mediante el uso de apalancamiento financiero. Dentro de esta categoría se incluyen distintas modalidades, como los *management buy-outs* (MBO), en los que el equipo directivo actual adquiere una gran proporción de la empresa, reinvertiendo parte o todo su capital propio en la nueva entidad; los *management buy-ins* (MBI), liderados por directivos externos; los *buy-in management buy-out* (BIMBO), donde se produce la compra de la empresa por parte de tanto el equipo directivo existente como de directivos externos; los *institutional buy-outs* (IBO), impulsados directamente por el fondo; y los *secondary buy-outs*, en los que el fondo de *private equity* vende una empresa del portfolio a otro fondo. Este último, no suele ser tan rentable para el fondo comprador ya que las mejoras operativas y oportunidades de creación de valor de la empresa ya han sido normalmente explotadas por el fondo vendedor.

Como ejemplo de operación de adquisición de control, en abril de 2016 la firma de *private equity* Cinven, junto con Canada Pension Plan Investment Board, anunció un acuerdo para adquirir el control conjunto de Hotelbeds Group a TUI Group mediante la compra de acciones, por un valor empresarial de 1.165 millones de euros. Hotelbeds se describía como el mayor bedbank independiente en el canal

B2B, con una cartera de 75.000 hoteles en más de 180 países. Los inversores justificaron la operación por el crecimiento de la demanda y por tendencias estructurales del sector, como el aumento previsto de las reservas hoteleras y el desplazamiento de reservas desde canales offline hacia canales online. También destacaron el papel del equipo directivo y las oportunidades de consolidación en un mercado fragmentado, junto con la posibilidad de impulsar el crecimiento mediante inversión en tecnología, sistemas y capacidades comerciales (Cinven & Canada Pension Plan Investment Board, 2016; European Commission, 2016).

Asimismo, la BVCA identifica el *Replacement Capital* o capital de sustitución, que consiste en la adquisición de participaciones a accionistas existentes, permitiendo la salida de inversores previos sin que necesariamente se produzca un cambio en el control de la empresa.

Conviene subrayar que estas categorías describen enfoques habituales, pero en la práctica no son compartimentos cerrados. Una misma operación puede combinar, por ejemplo, una adquisición de control con un objetivo de expansión, así como incorporar un relevo directivo y una integración con otras empresas. Del mismo modo, un MBO puede darse en compañías con dificultades y formar parte de un plan de reestructuración impulsado por el fondo. Por tanto, la tipología resulta útil como guía para ordenar estrategias, aunque muchas transacciones mezclan motivaciones y herramientas.

Además de la clasificación por etapa y estrategia, la BVCA también recoge operaciones vinculadas a necesidades financieras específicas de la empresa o a la propia estructuración de la transacción. En este grupo suelen incluirse intervenciones de reestructuración en compañías con tensión financiera, refinanciaciones orientadas a ajustar el nivel de endeudamiento y financiación puente para cubrir necesidades de liquidez a corto plazo. Más que un tipo de *private equity* al mismo nivel que *venture*, *growth* o *buy-out*, son situaciones que pueden aparecer en el momento de la adquisición o a lo largo del periodo de inversión.

En conjunto, esta diversa clasificación refuerza la flexibilidad del *private equity* como forma de inversión (BVCA, 2010).

### 2.1.3. Ciclo de inversión de los fondos de Private Equity

El ciclo de inversión de los fondos de *private equity* está estrechamente relacionado con su estructura de fondos cerrados y su duración limitada en el tiempo. Según Kaplan y Strömberg (2009), dichos fondos poseen una vida generalmente cercana a diez años, aunque en ocasiones puede ampliarse algunos años adicionales. Durante este período, el fondo atraviesa diversas fases, tal y como se ilustra en la Figura 1. Además, este ciclo resulta especialmente relevante para el objetivo de este trabajo, ya que la captación de capital, el ritmo de inversión y las salidas están fuertemente condicionados por el entorno financiero en el que se producen. En fases de tipos bajos y elevada liquidez, suele ser más sencillo levantar fondos, financiar adquisiciones con deuda y ejecutar desinversiones a valoraciones elevadas. En cambio, cuando suben los tipos y aumenta la incertidumbre, la captación tiende a ralentizarse, el mayor coste de la deuda reduce la capacidad de apalancamiento en nuevas operaciones y las salidas pueden retrasarse por desacuerdos de valoración o menor actividad en los mercados públicos (Kaplan & Strömberg, 2009).

En una fase inicial, el fondo se dedica a la captación de capital, durante la cual los inversores se comprometen a aportar una cantidad determinada de recursos. Una vez constituido el fondo, los gestores suelen disponer de un período inicial de aproximadamente cinco años para identificar oportunidades de inversión, analizar empresas objetivo y ejecutar las operaciones de entrada. Estas inversiones habitualmente consisten en la adquisición de una participación mayoritaria, financiada con una combinación de capital propio y deuda, lo que da lugar a las operaciones apalancadas.

A continuación, comienza la gestión activa de las compañías participadas. Durante esta etapa, los fondos de *private equity* desempeñan un papel relevante en la supervisión y gobernanza estratégica de las empresas, con el objetivo de aumentar su valor previo a la salida. Este periodo puede abarcar varios años y es fundamental para la obtención de la rentabilidad final del fondo. Los inversores tienen una capacidad de intervención muy restringida en la toma de decisiones de inversión tras comprometer el capital, siempre que los gestores respeten las normas acordadas en el contrato del fondo. Estas reglas suelen incluir límites a la concentración de inversiones en una sola empresa, restricciones sobre los tipos de activos en los que puede invertir el fondo y condiciones sobre el uso de deuda. Esta estructura permite a los gestores adquirir una gran independencia en la toma de decisiones, al tiempo que establece disciplina y control (Kaplan & Strömberg, 2009).

Los autores explican que la desinversión constituye un elemento clave del modelo de *private equity*, ya que es el momento en el que se materializa la rentabilidad obtenida durante el periodo de inversión.

La fase de desinversión puede llevarse a cabo a través de distintas alternativas. Una de las opciones más habituales es la venta a un comprador estratégico, es decir, a una empresa industrial que adquiere la compañía con el objetivo de integrarla en su propio negocio. Este tipo de comprador suele estar dispuesto a pagar valoraciones más elevadas, ya que puede capturar sinergias derivadas de la operación —como ahorros de costes, aumento de ingresos o mejoras operativas—, lo que se traduce en una prima sobre el valor financiero de la empresa. Otra alternativa frecuente es la venta a otro fondo de *private equity* o comprador financiero, conocida como *secondary buy-out*. En este caso, las operaciones no suelen incorporar primas significativas, dado que el comprador no obtiene sinergias operativas directas, salvo cuando la adquisición forma parte de una estrategia de crecimiento mediante adquisiciones adicionales (*add-ons*). Por último, aunque en menor medida, los fondos pueden optar por la salida a bolsa (IPO), especialmente en el caso de compañías de mayor tamaño y utilizada principalmente por fondos de gran dimensión o en operaciones conjuntas, que permite vender las participaciones en los mercados públicos (Wall Street Prep, 2020). La evolución de la empresa y las condiciones de los mercados financieros influyen en la elección del momento y la vía de salida. Según Kaplan y Strömberg (2009), la estructura cerrada del fondo hace que el momento de salida sea especialmente relevante, ya que los gestores deben equilibrar la maximización del valor de la empresa con las limitaciones temporales del fondo. En contextos de mercado desfavorables, esta restricción puede llevar a retrasar desinversiones o a buscar alternativas intermedias, mientras que en entornos favorables se intensifica la actividad de salida (Kaplan & Strömberg, 2009).

Figura 1: Ciclo de inversión de los fondos de Private Equity



Fuente: Elaboración propia.

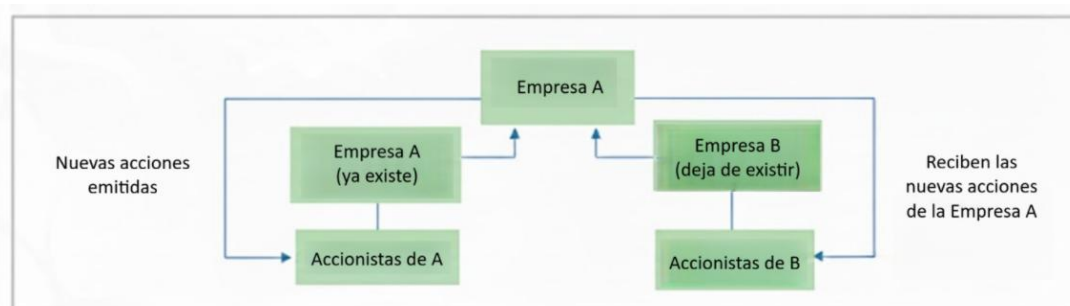
## 2.2 El mercado de fusiones y adquisiciones

### 2.2.1. Concepto y tipología de las operaciones de M&A

Las operaciones de fusiones y adquisiciones (*Mergers and Acquisitions, M&A*) pueden definirse, en términos generales, como el proceso mediante el cual dos o más empresas combinan sus actividades para dar lugar a una única entidad económica o a una estructura empresarial integrada. Esta combinación puede adoptar distintas formas en función del modo en que se lleva a cabo la operación y del grado de integración entre las empresas implicadas (Roberts, Wallace & Moles, 2003).

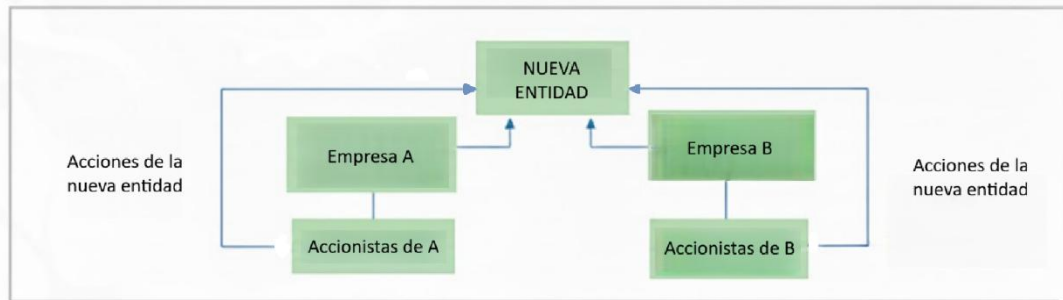
En una fusión, las empresas involucradas suelen negociar previamente los términos de la operación y acuerdan integrarse mediante absorción (Figura 2), cuando una empresa integra a otra en su estructura, o mediante consolidación (Figura 3), cuando ambas compañías se reorganizan para constituir una nueva entidad. No obstante, la forma final puede variar y, en algunos casos, la integración se canaliza a través de una sociedad matriz que agrupa a las compañías, de modo que las sociedades operativas pueden mantenerse bajo una estructura común. En cuanto a su justificación económica, estas operaciones suelen apoyarse en la expectativa de generar beneficios por la combinación, como sinergias, acceso a nuevos mercados, ampliación de la base de clientes o aprovechamiento de capacidades complementarias. Sin embargo, aunque se presenten como acuerdos entre iguales, en la práctica no siempre se trata de integraciones plenamente equilibradas y es frecuente que una de las partes tenga mayor capacidad de influencia en la gobernanza o estrategia. Además, las fusiones no responden únicamente a objetivos de crecimiento, sino que también pueden plantearse para corregir desequilibrios financieros, reducir costes o reforzar la competitividad en contextos exigentes (Roberts et al., 2003).

Figura 2: Fusión por absorción



Fuente: Adaptado de material docente de la asignatura de M&A, Universidad Pontificia Comillas (s. f.).

**Figura 3: Fusión por consolidación**



Fuente: Adaptado de material docente de la asignatura de M&A, Universidad Pontificia Comillas (s. f.).

Por el contrario, en una adquisición una empresa pasa a ejercer el control sobre otra, normalmente mediante la compra de una participación mayoritaria en sus acciones. Tras la operación, la empresa objetivo puede desaparecer como entidad independiente y ser absorbida por completo, o bien mantenerse como una sociedad filial, conservando su identidad y operativa. Esta segunda opción no implica necesariamente que el comprador planea venderla más adelante, sino que puede responder a diversos motivos, como conservar la marca, evitar interrupciones en clientes y proveedores, cumplir requisitos regulatorios o contractuales, o porque el objetivo es mejorar la empresa desde dentro sin fusionarla con otra. Esto es especialmente habitual en adquisiciones realizadas por inversores financieros, como los fondos de *private equity*, que suelen mantener la compañía como entidad independiente mientras ejecutan un plan de creación de valor (Roberts et al., 2003).

Desde el punto de vista del proceso, las adquisiciones pueden clasificarse en amistosas u hostiles. En una adquisición amistosa, el consejo de administración de la empresa objetivo recomienda a los accionistas aceptar la oferta ya que suele percibirla como una oportunidad para crecer, acceder a financiación o desarrollar nuevas líneas de negocio gracias al apoyo del adquirente. Este tipo de operaciones es frecuente en empresas de menor tamaño que cuentan con un modelo de negocio sólido, pero se ven limitadas por la falta de recursos financieros para expandirse. En cambio, una adquisición hostil se produce cuando el consejo de administración del objetivo se opone a la adquisición y recomienda a los accionistas no vender sus participaciones. En estos casos, el adquirente puede intentar obtener el control comprando acciones directamente en el mercado. Para dificultar este tipo de operaciones, la empresa objetivo puede activar medidas defensivas o buscar una alternativa más

favorable, como fusionarse o ser adquirida por una tercera empresa, conocida como *white knight*, que actúa como un comprador “amigable” frente a la amenaza del adquirente hostil.

En las adquisiciones, el control de la empresa objetivo se logra generalmente mediante la compra de la mayoría de sus acciones, aunque los requisitos legales para alcanzar el control varían según el país. Los accionistas desempeñan un papel clave en este proceso, ya que son ellos quienes deciden si venden o no sus participaciones. Sin embargo, la aceptación de la operación suele depender tanto de la recomendación del consejo de administración como del valor ofrecido por el adquirente. La contraprestación puede realizarse en efectivo, lo que permite a los accionistas materializar el valor de la operación de forma inmediata, o mediante acciones de la empresa compradora, en cuyo caso los accionistas mantienen una inversión cuyo rendimiento dependerá de la evolución futura de la compañía. Este último tipo de operaciones suele resultar más atractivo en fases de crecimiento del mercado, en las que se espera una mayor apreciación del valor de las acciones. (Roberts et al., 2003).

### **2.2.2. Principales motivaciones económicas y estratégicas de las operaciones de M&A**

Las fusiones y adquisiciones pueden responder a múltiples motivaciones, que Roberts, Wallace y Moles (2003) distinguen entre razones generales y factores impulsores más específicos u operativos. Las razones generales hacen referencia a objetivos amplios y de largo plazo, vinculados a la estrategia global de la empresa, que justifican el uso de una operación de M&A como instrumento para alcanzarlos. Por su parte, los factores impulsores se caracterizan por ser más concretos y contextuales, de naturaleza operativa o financiera, y explican por qué una fusión o adquisición resulta adecuada en un momento determinado.

En primer lugar, destacan las razones estratégicas, que surgen cuando la fusión o adquisición se consideran herramientas para alcanzar determinados objetivos estratégicos. En muchas ocasiones, la adquisición de otra empresa facilita el acceso a nuevos mercados, tecnologías o capacidades que resultarían de elevado coste o tiempo de desarrollar internamente. Por ejemplo, una empresa puede aspirar a posicionarse en un nuevo mercado con alto potencial de crecimiento, pero carecer del conocimiento, la experiencia o las capacidades necesarias para hacerlo por sí sola. En estos casos, la adquisición de una compañía ya establecida en dicho mercado puede constituir una vía más rápida y eficaz para lograr ese objetivo. La alternativa consistiría en desarrollar internamente las competencias necesarias, por ejemplo, mediante inversiones en investigación y desarrollo, con el fin de competir con los actores ya consolidados. Sin embargo, esta opción suele implicar mayores costes y plazos más largos. Estas motivaciones estratégicas pueden tener también un carácter defensivo. En sectores

altamente concentrados, las fusiones entre grandes competidores pueden presionar a las empresas que permanecen al margen, obligándolas a participar en procesos de consolidación para no perder competitividad. Este comportamiento ha sido especialmente habitual en sectores concentrados y dominados por grandes empresas, como la banca o la industria energética. Un ejemplo claro es el caso del Reino Unido, donde entre 1995 y 2002 la mayoría de los grandes bancos y compañías petroleras participaron en procesos de fusión como respuesta directa a las operaciones de consolidación emprendidas por sus competidores. (Roberts et al., 2003).

Otra razón relevante es la especulativa, que surge cuando la empresa adquirente percibe a la empresa objetivo como un activo capaz de generar beneficios a medio plazo. En estos casos, la compañía adquirida puede ser desarrollada, reestructurada o dividida en partes para su posterior venta, con el objetivo de obtener una plusvalía. Sin embargo, este enfoque implica un elevado nivel de riesgo, ya que el valor de la empresa adquirida puede verse afectado por cambios en el entorno económico, por una sobrevaloración inicial o por la pérdida de empleados muy especializados tras la adquisición.

Las operaciones de M&A también pueden deberse a fallos en la gestión o en la estrategia empresarial. Cambios en la demanda, en la competencia o en el entorno económico pueden provocar que la estrategia que inicialmente se iba a implementar deje de estar alineada con el contexto u objetivos. Cuando estas desviaciones no pueden corregirse mediante ajustes internos, la fusión o adquisición de otra empresa puede convertirse en la única alternativa viable para reconducir el rumbo estratégico de la empresa.

En algunos casos, la razón es de carácter financiero, especialmente cuando una empresa atraviesa dificultades económicas o ha perdido la confianza de los accionistas. La integración con una empresa más sólida o la adquisición de negocios rentables puede servir para estabilizar la situación financiera y restaurar el valor para los accionistas. Asimismo, existen situaciones en las que las decisiones de M&A están influidas por razones políticas o regulatorias, como cambios en políticas públicas, procesos de privatización o restricciones legales que limitan determinadas opciones estratégicas, empujando a las empresas a buscar crecimiento mediante adquisiciones en otros mercados.

Además de estas motivaciones generales, los autores identifican una serie de factores contextuales más específicos que suelen estar presentes en las operaciones de M&A. Entre ellos destacan las condiciones de los mercados financieros, ya que periodos de altos precios bursátiles facilitan las adquisiciones mediante intercambio de acciones, mientras que mercados deprimidos pueden generar oportunidades de compra a valoraciones más bajas. La globalización y la reducción de las barreras geográficas

también han impulsado las fusiones y adquisiciones, al facilitar la integración de empresas ubicadas en distintos países. En algunos casos, las operaciones de M&A responden a estrategias de diversificación, mediante las cuales las empresas buscan expandir su actividad hacia nuevos sectores para reducir su exposición a riesgos específicos. Sin embargo, una diversificación excesiva puede complicar la gestión interna y perjudicar el rendimiento de las distintas áreas de la empresa (Roberts, Wallace & Moles, 2003).

Además, una parte relevante de la actividad de M&A está impulsada por fondos de *private equity*, tanto en la fase de inversión como en la de desinversión. Esto ocurre por el propio ciclo de inversión de los fondos, ya que una vez han levantado compromisos de capital, deben invertirlo identificando compañías objetivo, generando operaciones de M&A de compra. Más adelante, para materializar retornos, realizan desinversiones que también se canalizan a través de operaciones de M&A, normalmente mediante ventas a terceros y, en muchos casos, a otros inversores financieros, incluidos otros fondos. En ambos casos, las decisiones pueden responder a motivaciones similares a las del mercado de M&A en general. En 2024, Bain & Company estima que las adquisiciones tipo *buy-out* representaron el 19% del valor total del mercado mundial de M&A. En paralelo, la actividad de salidas se reactivó, con un aumento interanual del 34% en el valor global de desinversiones hasta 468.000 millones de dólares, y un incremento del 22% en el número de operaciones de salida hasta 1.470 (Bain & Company, 2025).

Finalmente, conviene señalar que gran parte de estas motivaciones han sido tradicionalmente analizadas desde la perspectiva de compradores estratégicos, cuyo objetivo principal es la integración de la empresa adquirida a largo plazo. Sin embargo, en las operaciones realizadas por fondos de *private equity* el enfoque es distinto, ya que la adquisición se concibe como un medio para generar valor en un horizonte temporal definido y no como una integración permanente. Esta diferencia en los objetivos resulta fundamental para analizar el papel del *private equity* en el mercado de M&A.

### **2.2.3. El papel del Private Equity en las operaciones de M&A**

El *private equity* participa en el mercado de fusiones y adquisiciones tanto como comprador financiero como vendedor. Por un lado, adquiere empresas maduras, normalmente mediante la toma de una participación de control. Por otro, una vez finalizado su horizonte objetivo de inversión, desinvierte en esas compañías a través de su venta a otra empresa, a otro fondo o, en determinados casos, mediante su salida a bolsa. Según Kaplan y Strömberg (2009), su participación en el mercado de M&A se materializa principalmente a través de operaciones de *leveraged buy-out* (LBO). Estas adquisiciones

se caracterizan por el uso intensivo de deuda en la financiación de la operación, lo que condiciona la estructura de capital de la empresa adquirida tras la operación.

Desde la perspectiva económica, la actividad del *private equity* en M&A puede entenderse como un proceso de cambio en la estructura de propiedad y control de las empresas. A través de las adquisiciones, la propiedad pasa de estar dispersa entre numerosos accionistas a concentrarse en un número reducido de propietarios.

Tras la adquisición, las operaciones de *private equity* se caracterizan por una especial atención a los incentivos del equipo directivo y a los mecanismos de supervisión de la empresa, vinculando de forma más estrecha la remuneración de los directivos al desempeño de la compañía y reforzando el papel del consejo de administración tras la operación. La evidencia empírica sugiere que las empresas adquiridas mediante operaciones de *private equity* experimentan, en promedio, mejoras en su desempeño operativo, aunque los resultados deben interpretarse con cautela. Estas mejoras se relacionan con cambios organizativos, financieros y de incentivos introducidos tras la operación, lo que sugiere que el papel del *private equity* en M&A no se limita a la intermediación financiera (Kaplan & Strömberg, 2009).

Desde un punto de vista más descriptivo del mercado, la British Venture Capital Association (2010) señala que la actividad del *private equity* en M&A adopta distintas formas, como adquisiciones de empresas privadas, compras de divisiones de grandes corporaciones (*carve-outs*), operaciones de exclusión bursátil (*public-to-private*) y adquisiciones secundarias entre fondos (*secondary buy-outs*). Esta diversidad de operaciones refleja la flexibilidad del *private equity* como comprador en el mercado de M&A y su capacidad para adaptarse a distintos contextos empresariales (BVCA, 2010).

La Tabla 1 resume las principales diferencias entre compradores estratégicos y financieros en el contexto de las operaciones de M&A. Mientras que los compradores estratégicos suelen valorar la empresa objetivo en función de las sinergias operativas o estratégicas que esperan capturar tras la adquisición—por ello suelen estar dispuestos a pagar primas más elevadas—, los fondos de *private equity* basan su valoración en el valor intrínseco de la empresa y en su capacidad para generar flujos de caja futuros. Además, dado que los fondos operan con un horizonte temporal limitado y anticipan una futura desinversión, la definición de la estrategia de salida constituye un elemento clave desde el inicio de la operación. Esta comparación es clave para comprender cómo varían las motivaciones y los criterios de valoración de ambos tipos de compradores dentro de los procesos de M&A.

**Tabla 1: Comparación entre compradores estratégicos y compradores financieros en operaciones de M&A.**

	<b>COMPRADORES ESTRATÉGICOS</b>	<b>COMPRADORES FINANCIEROS (PRIVATE EQUITY)</b>
<b>Sinergias</b>	Sinergias de ingresos y de costes (producción, distribución, administración)	
	Acceso a nuevos mercados o segmentos	Limitadas o inexistentes desde el punto de vista industrial
	Integración vertical u horizontal	
	Integración del equipo directivo de la empresa objetivo	
<b>Otras motivaciones</b>	Refuerzo de la posición competitiva en el mercado local o regional	Enfoque financiero de la inversión
	Expansión geográfica	Horizonte temporal limitado (habitualmente 3–7 años)
	Reducción de la competencia o barreras a nuevos entrantes	Énfasis en la creación de valor y la posterior desinversión
	Defensa de la posición estratégica en el sector o región	
<b>Ventajas para el vendedor</b>		Gestión eficiente de la estructura financiera
	Possibilidad de obtener una prima de control elevada	Capacidad para presentar ofertas competitivas mediante apalancamiento (LBOs)
	Participación indirecta en el valor de las sinergias esperadas	Mayor competencia en el proceso de venta
	Comprador con conocimiento profundo del sector	Possibilidad de que el vendedor mantenga una participación minoritaria
		Flexibilidad en la estructura de la operación
		Proceso de negociación más largo
<b>Riesgos para el vendedor</b>	Información sensible compartida con competidores potenciales	Due diligence más exhaustiva
	Riesgo de solapamientos y posibles ajustes de plantilla	Mayor dependencia de las condiciones de financiación
	Integración compleja tras la adquisición	Complejidad legal y contractual
		Incertidumbre sobre la estrategia de salida a medio plazo

*Fuente: Adaptado de material docente de la asignatura de Fusiones y Adquisiciones, Universidad Pontificia Comillas (s. f.).*

Esta distinción entre compradores estratégicos y financieros también se ve respaldada por la evidencia empírica aportada por Gorbenko y Malenko (2014). En su estudio sobre subastas de adquisición, analizan el comportamiento de ambos tipos de compradores y muestran que los compradores financieros tienden a presentar valoraciones relativamente más altas en empresas más maduras y con menor potencial de sinergias estratégicas. Cuando las oportunidades de crear sinergias industriales son limitadas, los compradores estratégicos no cuentan con una ventaja clara, lo que aumenta las probabilidades de que los compradores financieros resulten adjudicatarios. En cambio, cuando existen sinergias relevantes asociadas a la integración de la empresa objetivo, los compradores estratégicos suelen estar dispuestos a pagar precios más elevados y tienen mayor probabilidad de adquirir la empresa.

## 2.3 Entorno financiero y Private Equity

### 2.3.1 Estructura de financiación y creación de valor en el Private Equity

En el mercado de *private equity*, la forma en que se financian las operaciones es clave para entender el tipo de operaciones que realizan los fondos. Metrick y Yasuda (2021) sitúan las operaciones de *buy-out* como la mayor categoría dentro del *private equity*, ya que cuenta con fondos bajo gestión aproximadamente 2,5 veces superiores a los del *venture capital*. Además, al implicar la adquisición del control mayoritario de las empresas, suele dar lugar a estructuras de financiación más complejas.

Es importante destacar que muchas operaciones de *buy-out* se estructuran como *leveraged buy-outs* (LBOs), donde, de forma orientativa, el capital propio suele representar entre el 20 % y el 40 % del precio total, y el resto se cubre con financiación externa. Un punto importante señalado por ambos autores es que la deuda no procede de una única fuente y pueden coexistir distintos “niveles” de deuda en una misma operación. Los fondos pueden financiarse a través de bancos, mercados públicos—incluyendo deuda de baja calificación, como los *junk bonds*—, prestamistas no bancarios y financiación *mezzanine*. Esta última constituye una forma de deuda subordinada empleada para financiar operaciones de LBO con elevados niveles de apalancamiento y, debido a su mayor riesgo, suele ofrecer una rentabilidad más elevada.

Además de definir la estructura financiera de las operaciones, el uso intensivo de deuda constituye un elemento central del modelo de negocio del *private equity*. Appelbaum y Batt (2014) señalan que el apalancamiento permite amplificar los retornos obtenidos por los inversores del fondo, dado que la deuda es asumida por la propia empresa adquirida. Esta estructura genera una distribución asimétrica de riesgos y beneficios entre los distintos agentes implicados. Si la operación tiene éxito, el uso de deuda permite aumentar la rentabilidad del capital propio invertido y concentrar una parte relevante de las ganancias en los GPs (*General Partners*). Por el contrario, si la inversión no alcanza los resultados esperados, las pérdidas para el fondo se materializan fundamentalmente a través del capital aportado, mientras que la empresa adquirida soporta la carga del endeudamiento. Este esquema de incentivos fomenta una elevada predisposición al uso de apalancamiento en las operaciones de *buy-out*.

Además, la necesidad de generar flujos de caja suficientes para afrontar la deuda introduce una fuerte disciplina financiera, que condiciona las decisiones operativas y estratégicas. Como señalan Appelbaum y Batt (2014), los fondos de *private equity* combinan este uso del apalancamiento con mecanismos de control y supervisión intensivos, orientados a asegurar que la empresa pueda sostener la deuda y alcanzar los objetivos financieros establecidos para la desinversión.

Según Metrick y Yasuda (2021), aunque las grandes adquisiciones de empresas cotizadas suelen concentrar la atención mediática, la mayor parte de la actividad de las firmas de *buy-out* se concentra en operaciones de menor tamaño, dirigidas a empresas del denominado *middle market*. Muchas de estas compañías, aun siendo relevantes, no atraen demasiado interés de los mercados públicos porque suelen operar en sectores más maduros y presentar flujos de caja más estables, pero con potencial limitado de crecimiento orgánico. Estas características hacen que resulten más compatibles con estructuras apalancadas, ya que el comprador puede estructurar la adquisición con deuda basándose en la estabilidad del negocio.

Por último, los autores añaden un matiz importante: no todos los *buy-outs* dependen del apalancamiento como principal fuente de creación de valor. Es decir, aunque el LBO sea la modalidad más conocida, existen estrategias alternativas como el *buy-and-build*, donde el fondo adquiere una empresa inicial y posteriormente incorpora otras compañías del mismo sector con el objetivo de generar valor a través de la consolidación. En estos casos, la creación de valor proviene de adquisiciones sucesivas y no del crecimiento interno de la empresa, y el uso de deuda no constituye necesariamente el elemento central de la operación. (Metrick & Yasuda, 2021).

### **2.3.2 Relación entre política monetaria y actividad del Private Equity**

Axelsson, Jenkinson, Strömberg y Weisbach (2013) analizan cómo la actividad del *private equity*, y en particular las operaciones de *buy-out*, está estrechamente vinculada a las condiciones del mercado de crédito. Para ello, construyen una base de datos internacional de 1.157 adquisiciones de control realizadas entre 1980 y 2008 en Norteamérica y 24 países adicionales, principalmente de Europa Occidental. La muestra incluye 176 firmas de *private equity* y abarca distintos tipos de operaciones, como *public-to-private*, adquisiciones de empresas privadas y familiares, compra de divisiones corporativas y *secondary buy-outs*.

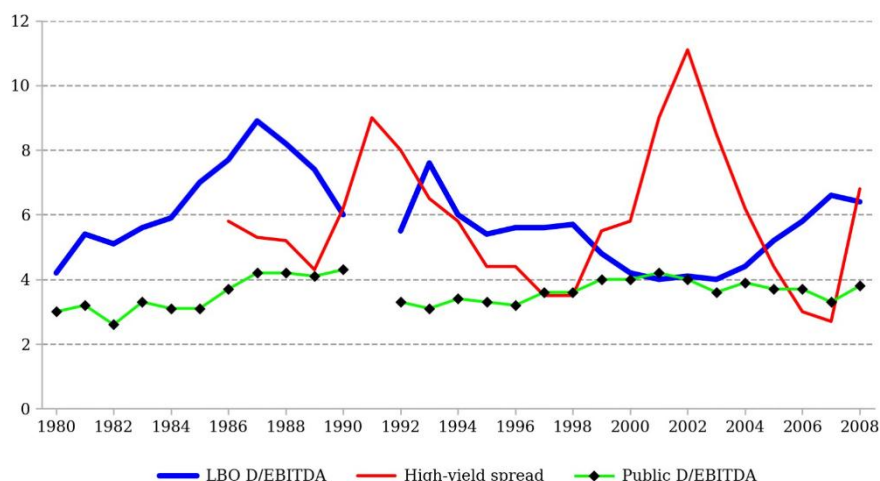
Uno de los primeros resultados del estudio es que las decisiones de apalancamiento en los *buy-outs* responden a factores distintos de los que suelen determinar el endeudamiento en empresas cotizadas comparables. En concreto, no existe una relación significativa entre el apalancamiento de los *buy-outs* y el apalancamiento medio de las empresas cotizadas comparables. Al contrastar cada *buy-out* con empresas públicas similares por sector, área geográfica y periodo temporal, los autores no encuentran que las características tradicionales de la empresa —como la rentabilidad, la volatilidad de los beneficios o las oportunidades de expansión— expliquen de manera significativa el nivel de deuda utilizado. En términos financieros, el nivel máximo de deuda sostenible debería estar condicionado

por la capacidad de la empresa para generar caja con la que afrontar la deuda. Sin embargo, el artículo muestra que, en su muestra, las diferencias de apalancamiento entre *buy-outs* se explican principalmente por factores que varían en el tiempo, más que por características observables de las empresas.

El estudio también muestra que el apalancamiento de los *buy-outs* varía a lo largo del ciclo financiero y está estrechamente ligado a las condiciones del mercado de crédito. Cuando la financiación es más accesible y menos costosa, los fondos tienden a estructurar las adquisiciones con una proporción mayor de deuda. Para medir estas condiciones, los autores utilizan el *high-yield spread* sobre LIBOR, que mide el coste del crédito apalancado. Encuentran que *spreads* más reducidos se asocian a mayores ratios de apalancamiento, mientras que cuando el crédito se encarece, el uso de deuda disminuye. De manera complementaria, el estudio incorpora una medida de endurecimiento del crédito que no se basa en el precio de la financiación, sino en su disponibilidad. Esta medida se construye a partir de la Encuesta de Opinión de los Responsables de Préstamos Bancarios de la Reserva Federal, que recoge si los bancos están endureciendo los criterios de concesión de crédito. Los resultados muestran que, cuando los bancos reportan un endurecimiento de estos estándares, el apalancamiento utilizado en las operaciones de *buy-out* disminuye. Este patrón es consistente con lo que suele ocurrir tras episodios de crisis financieras — como la crisis “.com” o la de 2008— donde el acceso a la financiación se restringe y, al escasear el crédito disponible, el coste de endeudarse aumenta, reflejándose en una ampliación de los *spreads* de crédito. En cambio, en periodos de elevada liquidez y mayor capacidad de inversión, la mayor oferta de financiación tiende a comprimir los *spreads* y abaratar el crédito.

El estudio refleja estas dinámicas con episodios concretos del ciclo financiero. Tras el estallido de la burbuja tecnológica a comienzos de los años 2000, los *spreads* de *high-yield* se elevaron hasta alcanzar niveles cercanos al 11%, coincidiendo con una fuerte reducción tanto del apalancamiento como de la actividad de *buy-outs*. Por el contrario, en el periodo de expansión previo a la crisis financiera de 2007, los *spreads* se redujeron hasta situarse alrededor del 3%, el apalancamiento medio alcanzó aproximadamente 6,5 veces el EBITDA y la actividad de *buy-outs* se situó en máximos. La Figura 4 ilustra esta evolución, mostrando cómo el apalancamiento y los múltiplos pagados en los *buy-outs* se mueven de forma procíclica con el ciclo crediticio.

Figura 4: Evolución del apalancamiento en los buy-outs y de las condiciones del mercado de crédito (1980–2008)



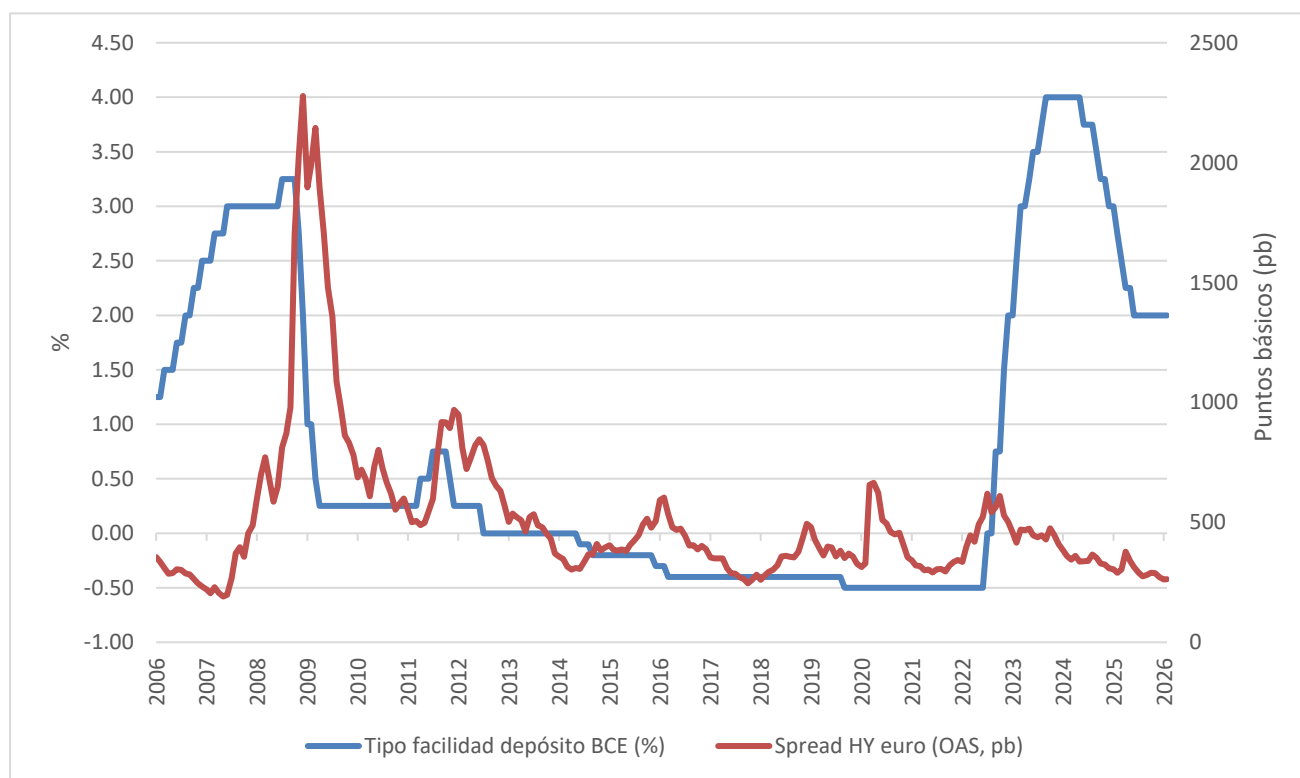
Fuente: Adaptado de Axelson, Jenkinson, Strömberg y Weisbach (2013).

Nota: Entre 1990 y 1992 la serie de apalancamiento en LBO aparece interrumpida porque, tras el colapso del mercado de “junk bonds” a comienzos de los noventa, las operaciones de LBO prácticamente se detuvieron. En ese tramo la muestra contiene muy pocas observaciones (entre 0 y 3 operaciones por año; 7 LBOs en 1990–1993), por lo que las medianas no son estadísticamente fiables. Dado que la serie “Public D/EBITDA” se define como la mediana de empresas cotizadas emparejadas a cada LBO (misma industria, mes y región), en ese tramo la comparación con cotizadas también se basa en muy pocas observaciones.

Con el fin de comprobar si estos resultados responden únicamente a factores macroeconómicos generales, los autores estiman modelos que incorporan controles temporales como la inflación, el crecimiento económico o la pendiente de la curva de tipos. Los resultados muestran que la variable que mejor explica el nivel de apalancamiento en los *buy-outs* es el *high-yield spread*, mientras que las medidas más generales del nivel de tipos de interés —como el LIBOR u otros indicadores macro— presentan un efecto mucho menos consistente. En conjunto, la evidencia sugiere que las decisiones de apalancamiento en los *buy-outs* dependen principalmente de las condiciones específicas del mercado de crédito, tanto en términos de coste como de disponibilidad, y no tanto del nivel general de los tipos de interés en la economía. No obstante, esta conclusión no implica que el ciclo de tipos de interés sea irrelevante. Existe evidencia de que un endurecimiento monetario inesperado tiende a aumentar los *spreads* de crédito, de modo que el nivel de tipos puede afectar indirectamente a las condiciones del mercado de crédito y, por tanto, al apalancamiento. En concreto, Kwak (2022), en un estudio de la Reserva Federal, documenta que los *spreads* de los bonos reaccionan positivamente a shocks de política monetaria contractiva y que, en promedio, un shock de endurecimiento eleva los *spreads* de crédito, mientras que la reacción en préstamos es más contenida. De manera complementaria, Anderson y Cesa-Bianchi (2020), en un estudio del FMI, respalda este suceso y además señala que el incremento de los *spreads* de crédito ante aumentos de los tipos de interés es mayor en empresas con mayor apalancamiento. Por lo tanto, aunque Axelson et al. (2013) encuentran que el diferencial de

crédito explica mejor el apalancamiento que el nivel general de los tipos, esto no descarta que éstos influyan de forma indirecta. Para ilustrar esta relación con datos históricos, la figura 5 compara el tipo de la facilidad de depósito del BCE con el diferencial de crédito *high yield* en euros. La comparación muestra que, en algunos periodos, ambos se mueven en la misma dirección. Sin embargo, también refleja que no hay una relación mecánica entre ambos: en periodos de estrés financiero el diferencial puede dispararse aunque el tipo baje—crisis de 2008–2009—, y en ciclos de subidas de tipos el diferencial puede variar poco si el riesgo percibido no aumenta en la misma medida. Esto se debe a que el diferencial no recoge solo el nivel de tipos, sino también la prima de riesgo— que incluye riesgo de impago, aversión al riesgo y liquidez— que puede variar por motivos distintos a la política monetaria.

**Figura 5: Evolución del tipo de interés del BCE y el diferencial de crédito high yield en euros (2006-2026)**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo (ECBDFR) e ICE Data Indices, LLC (BAMLHE00EHYIOAS), via FRED (Federal Reserve Bank of St. Louis).*

*Nota: ECBDFR es el tipo de la facilidad de depósito (depósitos a un día en el Eurosistema), en %. BAMLHE00EHYIOAS es el diferencial ajustado por opciones (OAS) del índice ICE BofA Euro High Yield, que se expresa en puntos básicos (OAS × 100) y sigue la deuda corporativa denominada en euros por debajo de grado de inversión. Datos diarios agregados a frecuencia mensual.*

Además, las condiciones de crédito no solo influyen en la cantidad de deuda utilizada, sino también en los precios pagados en las adquisiciones. Los autores muestran que los múltiplos de compra (EV/EBITDA) son más elevados cuando el crédito es favorable, incluso al comparar estos precios con los múltiplos de empresas cotizadas similares. Este resultado sugiere que el mayor nivel de precios observado en los *buy-outs* no se explica únicamente por un encarecimiento general de los activos asociado a tipos de interés bajos, sino que las condiciones del mercado de crédito ejercen una influencia específica sobre la valoración de las operaciones de LBO, más allá de lo que ocurre en los mercados bursátiles.

Estos resultados plantean una cuestión clave: si el mayor uso de deuda y el pago de precios más elevados en periodos de crédito favorable se traducen en mejores resultados para los inversores. Para abordar esta cuestión, el artículo plantea dos posibles interpretaciones. Por un lado, podría tratarse de un caso de arbitraje eficiente entre deuda y capital propio, en el que los fondos aprovechan la disponibilidad de financiación barata para estructurar operaciones más apalancadas y generar mayor valor. Si esta explicación fuera correcta, un mayor apalancamiento en periodos de crédito favorable debería traducirse en mayores retornos para los fondos. Por otro lado, los autores consideran una interpretación alternativa basada en problemas de incentivos: cuando el crédito es abundante y barato, los fondos pueden verse incentivados a aumentar el apalancamiento y a pagar precios excesivos por las empresas objetivo, sin que ello refleje una mejora real en los fundamentos de las operaciones.

Para distinguir entre estas dos explicaciones, los autores analizan directamente la relación entre el apalancamiento de las operaciones y los retornos obtenidos por los fondos. De manera contraria a la predicción habitual de la teoría del coste de capital—según la cual, manteniendo todo lo demás constante, un mayor apalancamiento debería aumentar la rentabilidad del capital propio—, los resultados muestran que el apalancamiento medio de los *buy-outs* de un fondo se relaciona negativamente con sus retornos posteriores, medidos en comparación con los mercados públicos. Es decir, los fondos que, en promedio, realizan operaciones más apalancadas tienden a obtener peores resultados.

El análisis se refuerza mediante una prueba adicional en la que el apalancamiento se divide en dos componentes: el explicado por las condiciones del mercado de deuda y un componente residual, no atribuible a dichas condiciones. Si los fondos estuvieran creando valor mediante una estrategia eficaz de aprovechamiento de oportunidades financieras cuando el crédito es barato, cabría esperar que el componente del apalancamiento relacionado con el mercado de crédito tuviera un efecto positivo sobre los retornos. Sin embargo, los autores muestran que ambos componentes del apalancamiento presentan

una relación negativa con la rentabilidad de los fondos. Este resultado descarta una interpretación basada en el aprovechamiento oportuno de las condiciones del mercado o en un arbitraje eficiente entre deuda y capital propio, y resulta más consistente con una explicación basada en problemas de incentivos.

En conjunto, el estudio sugiere que, en periodos de crédito especialmente favorable, los fondos de *private equity* tienden a utilizar más apalancamiento y a pagar precios más elevados por las empresas adquiridas, sin que ello se traduzca en una mayor rentabilidad para los inversores. Por lo tanto, las condiciones del mercado de crédito desempeñan un papel central en la actividad de *buy-outs*, afectando al apalancamiento, valoraciones y resultados del *private equity* (Axelson, Jenkinson, Strömberg, & Weisbach, 2013).

Desde una perspectiva más amplia, la política monetaria puede influir en el ciclo del *private equity* a través de varios canales. En primer lugar, cuando los tipos de interés son bajos y la renta fija ofrece rendimientos reducidos, los inversores institucionales tienden a desplazar parte de sus carteras hacia activos alternativos en busca de mayor rentabilidad, entre ellos el *private equity* (Kräussl et al., 2017). Cuando aumenta el capital disponible para invertir, es esperable que crezca la competencia por un número limitado de empresas objetivo y que esto presione al alza las valoraciones de entrada. Gompers y Lerner (2000) documentan que mayores entradas de capital en fondos se asocian con valoraciones más altas en nuevas inversiones. En segundo lugar, la deuda condiciona la caja disponible para el accionista. Damodaran (2002, cap. 14) define el flujo de caja libre para el accionista como la caja que queda tras cubrir las necesidades de inversión y los cambios netos de deuda, y que, por tanto, puede destinarse a retribuir al accionista. En ese contexto, si disminuye el coste de la deuda, el esfuerzo financiero generalmente es menor y puede incrementar la caja disponible para los accionistas, manteniendo constante la caja generada por el negocio (Damodaran, 2002, cap. 14). En tercer lugar, al valorar una empresa descontando flujos de caja con una tasa que refleja su coste de capital, una reducción de ese coste eleva el valor presente de los flujos esperados y puede traducirse en múltiplos más altos (Damodaran, 2002, cap. 15). Además, en contextos de crédito abundante también se observan operaciones de recapitalización con dividendos patrocinadas por fondos, en las que la empresa incrementa su deuda para pagar dividendos a los inversores (Bhardwaj et al., 2025).

Finalmente, estos mecanismos ayudan a interpretar por qué, en la evidencia de Axelson et al. (2013), los periodos de crédito más favorables se asocian con mayor apalancamiento y precios más elevados, sin que ello implique mejores retornos a nivel de fondo. Si una añada—o grupo de fondos lanzados en el mismo año—invierte en un entorno con mucha competencia y múltiplos altos, la rentabilidad

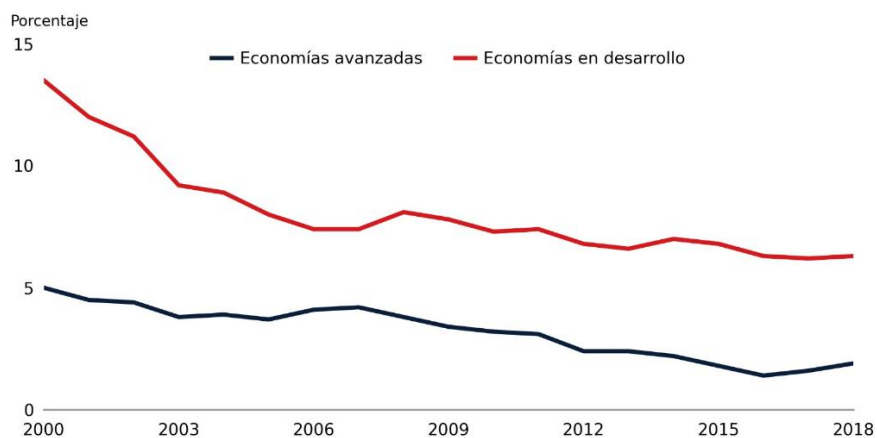
posterior puede quedar más presionada, especialmente si el precio pagado sube más que los fundamentales.

### **2.3.3 Contexto macrofinanciero del ciclo de tipos bajos y liquidez (2010–2018)**

Este subapartado resume la situación macrofinanciera general de la década posterior a la crisis, que sirve de contexto para interpretar en los capítulos siguientes la evolución del *private equity* y del mercado de M&A en Europa. Tras la crisis financiera global del 2007–2009, la economía mundial entró en un periodo prolongado de condiciones financieras excepcionalmente favorables que se inició desde 2010 y se mantuvo a lo largo de la década. Este periodo coincide con el comienzo de una nueva ola de acumulación de deuda a escala global, identificada por el Banco Mundial como la cuarta ola de deuda, y se desarrolló en un entorno macrofinanciero distinto al de episodios anteriores (Kose et al., 2020, cap. 4).

Uno de los rasgos centrales de este periodo fue el mantenimiento de tipos de interés nominales y reales en niveles históricamente bajos en las economías avanzadas. Tras los fuertes recortes aplicados durante la crisis, los principales bancos centrales mantuvieron políticas monetarias claramente expansivas durante más de una década, en un contexto de inflación reducida y crecimiento moderado. Posteriormente, tras un periodo de endurecimiento de la política monetaria en 2018, varios bancos centrales de economías avanzadas volvieron a adoptar una orientación más acomodaticia, en un contexto de bajo crecimiento y expectativas de inflación contenidas. Esta combinación redujo los costes de financiación y alivió parcialmente algunos de los riesgos asociados al aumento del endeudamiento (Kose et al., 2020, cap. 6). Este contexto de bajos tipos de interés y de inflación contenida puede observarse en la evolución de los tipos de interés a largo plazo y de la inflación, recogida en las Figuras 6 y 7.

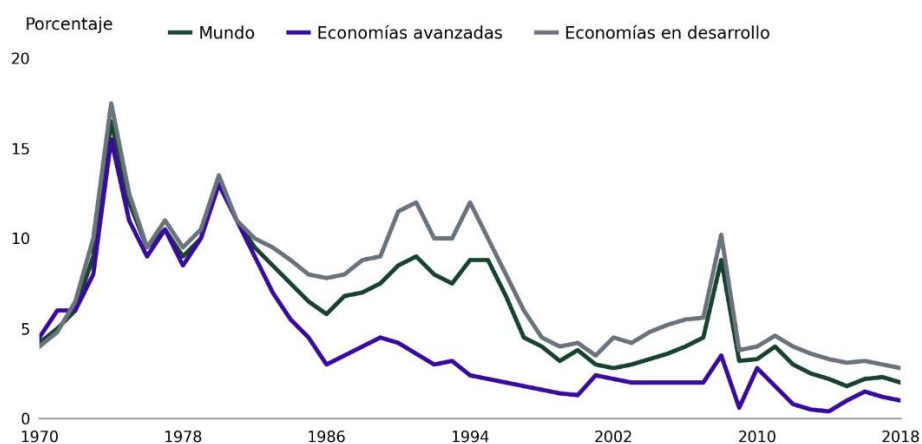
**Figura 6: Evolución de los tipos de interés a largo plazo en economías avanzadas y economías emergentes (2000–2018)**



Fuente: Adaptado de Kose et al. (2020).

Nota: Tipos de interés nominales a largo plazo de la deuda pública (10 años), expresados como medias ponderadas por el PIB en dólares corrientes, para aproximadamente 36 economías avanzadas y 84 economías emergentes.

**Figura 7: Evolución de la inflación general a nivel mundial, en economías avanzadas y emergentes (1970–2018)**



Fuente: Adaptado de Kose et al. (2020).

Nota: Inflación media anual, medida como la mediana de las tasas de inflación observadas.

La persistencia de tipos de interés bajos durante la década de 2010 no respondió únicamente a factores cíclicos vinculados a la crisis, sino también a factores estructurales. El informe destaca, entre ellos, el envejecimiento de la población y la desaceleración del crecimiento de la población activa, asociada a menores tasas de natalidad; la pérdida de dinamismo del crecimiento de la productividad desde finales de la década de 1990; y una menor atracción por la inversión productiva. A estos elementos se sumó un aumento sostenido de la demanda global de activos considerados seguros, impulsado en parte por las políticas de expansión cuantitativa aplicadas por los bancos centrales de las principales economías

avanzadas (Kose et al., 2020, cap. 6). Sin embargo, los bajos rendimientos de los activos seguros incentivaron una intensa búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores internacionales. Este comportamiento dio lugar a un aumento significativo de los flujos de capital hacia las economías emergentes y una reducción de las primas de riesgo que se les exigían. Como resultado, estas economías se beneficiaron de condiciones de financiación especialmente favorables que facilitaron el acceso a los mercados internacionales de capital. Estas condiciones financieras permitieron una rápida y amplia expansión del endeudamiento. Desde 2010, el aumento de la deuda en las economías emergentes y en desarrollo ha sido el más rápido, generalizado y de mayor magnitud de las últimas cinco décadas. El proceso fue además muy extendido geográficamente: en torno al 80 % de estas economías presentaban en 2018 niveles de deuda superiores a los registrados en 2010 (Kose et al., 2020, cap. 4). A diferencia de olas anteriores, esta acumulación de deuda tuvo lugar en un sistema financiero global más regulado y, en muchos casos, con marcos macroeconómicos y financieros más sólidos, como resultado de las reformas introducidas tras la crisis financiera global.

No obstante, el informe subraya que la prolongación de este entorno favorable no eliminó los riesgos asociados al endeudamiento. Aunque los bajos tipos de interés mitigaron los riesgos de financiación a corto plazo, no ofrecieron una protección segura frente a crisis futuras. El análisis del diferencial entre el tipo de interés y el crecimiento económico muestra que, incluso en contextos en los que el crecimiento supera al coste de la deuda, este diferencial no siempre es suficiente para estabilizar los ratios de endeudamiento. Entre 1990 y 2018, el diferencial interés-crecimiento fue negativo en más de la mitad de los casos observados, pero en una proporción significativa de ellos no bastó para compensar el aumento de la deuda derivado de los déficits primarios (Kose et al., 2020, cap. 6).

### **3. Análisis del mercado europeo de fusiones y adquisiciones: de la política monetaria expansiva al contexto monetario restrictivo**

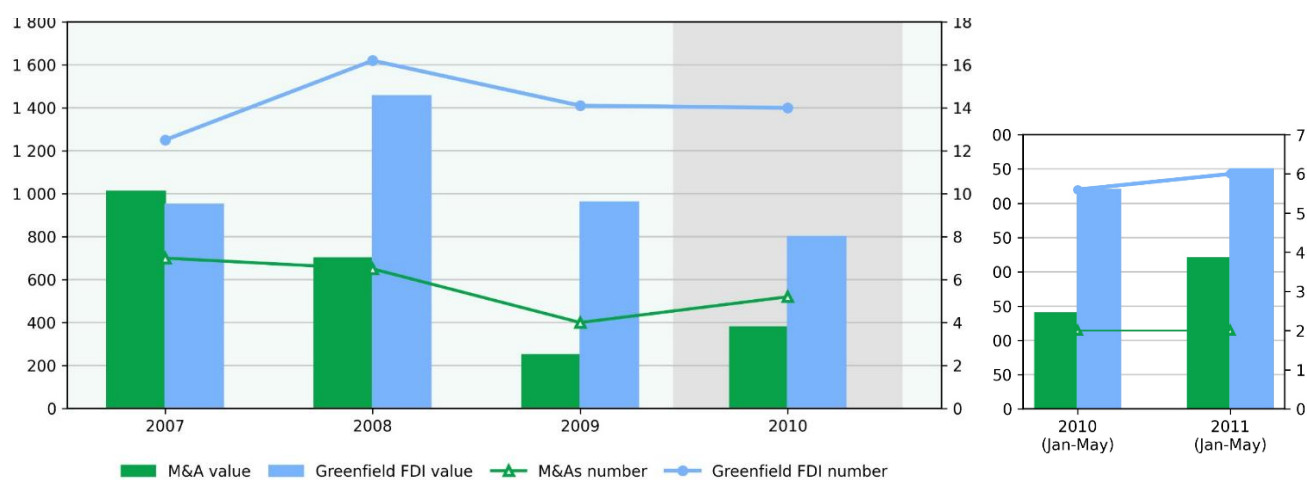
#### **3.1 El modelo del Private Equity tras la crisis financiera (2007-2015)**

##### **3.1.1 Evolución del mercado europeo de M&A en el periodo posterior a la crisis financiera**

La crisis financiera global provocó una fuerte contracción de la actividad de fusiones y adquisiciones a escala internacional, afectando de manera significativa a las economías desarrolladas. De acuerdo con el *World Investment Report 2011* de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), las operaciones de M&A transfronterizas experimentaron un desplome acusado entre 2008 y 2009, alcanzando en este último año su nivel más bajo del periodo analizado. Este retroceso reflejó un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre económica y financiera, que llevó a una paralización generalizada de las operaciones corporativas de gran tamaño (UNCTAD, 2011).

Tras el fuerte desplome registrado durante la crisis financiera, la actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas comenzó a recuperarse de forma progresiva a partir de 2010. El *World Investment Report 2011* muestra que el valor de las operaciones de M&A aumentó un 36 % en 2010 respecto al año anterior, alcanzando aproximadamente 339.000 millones de dólares. No obstante, pese a este repunte, el volumen de M&A se mantuvo muy por debajo de los niveles previos a la crisis, situándose todavía en torno a un tercio del máximo alcanzado en 2007, lo que pone de manifiesto el carácter incompleto de la recuperación. El informe destaca que este repunte estuvo estrechamente relacionado con la mejora de las condiciones financieras internacionales. En particular, la recuperación de los mercados bursátiles incrementó el valor de los activos empresariales, lo que reforzó la capacidad de las empresas para realizar adquisiciones en el exterior. Este aumento del valor corporativo permitió, además, utilizar acciones como parte del pago en las operaciones de M&A, facilitando el cierre de transacciones en un contexto todavía marcado por restricciones financieras. De forma paralela, los procesos de reestructuración corporativa e industrial iniciados tras la crisis financiera generaron nuevas oportunidades de adquisición, especialmente para empresas multinacionales con alta disponibilidad de liquidez. En este contexto, las empresas multinacionales con balances sólidos —incluidas aquellas procedentes de economías emergentes— desempeñaron un papel relevante en la reactivación gradual del mercado de M&A. Esta evolución puede apreciarse de forma clara en la Figura 8, que muestra la caída de la actividad de M&A tras el estallido de la crisis y su posterior recuperación gradual a partir de 2010.

**Figura 8: Evolución del valor y número de operaciones de M&A y greenfield transfronterizas (2007–2011)**



*Fuente: Elaboración propia a partir de UNCTAD (2011).*

No obstante, la recuperación de la inversión extranjera directa no fue homogénea entre las distintas formas de expansión internacional. Junto al M&A, la inversión *greenfield* constituye la principal alternativa para las empresas que desean expandirse internacionalmente. A diferencia del M&A, la inversión *greenfield* implica la creación de nuevas instalaciones productivas desde cero en el país de destino, en lugar de la adquisición de empresas ya existentes. Tras la crisis financiera, este tipo de inversión mantuvo un volumen total superior al de las operaciones de M&A, reflejando una actitud más prudente por parte de las empresas y una preferencia por estrategias de expansión más graduales.

En este sentido, aunque las operaciones de M&A comenzaron a recuperarse en 2010, su nivel siguió siendo reducido en comparación con el periodo previo a la crisis. El informe destaca que las fusiones y adquisiciones resultaron especialmente sensibles a las condiciones financieras y a los ciclos de mercado, lo que explica que su recuperación fuera más lenta que la de otras formas de inversión. Esta dinámica fue particularmente visible en las economías desarrolladas, entre ellas Europa, donde la persistencia de tensiones macroeconómicas condicionó la reactivación del mercado de M&A.

A comienzos de 2011, se produjo una intensificación del proceso de recuperación. Durante los primeros meses del año, tanto las inversiones *greenfield* como las operaciones de M&A transfronterizas registraron un aumento significativo en su valor, destacando un crecimiento del 58% de las operaciones de M&A en comparación con el mismo periodo del año anterior. No obstante, este incremento partía de niveles todavía bajos, lo que confirma que la normalización del mercado de M&A tras la crisis fue progresiva y no inmediata.

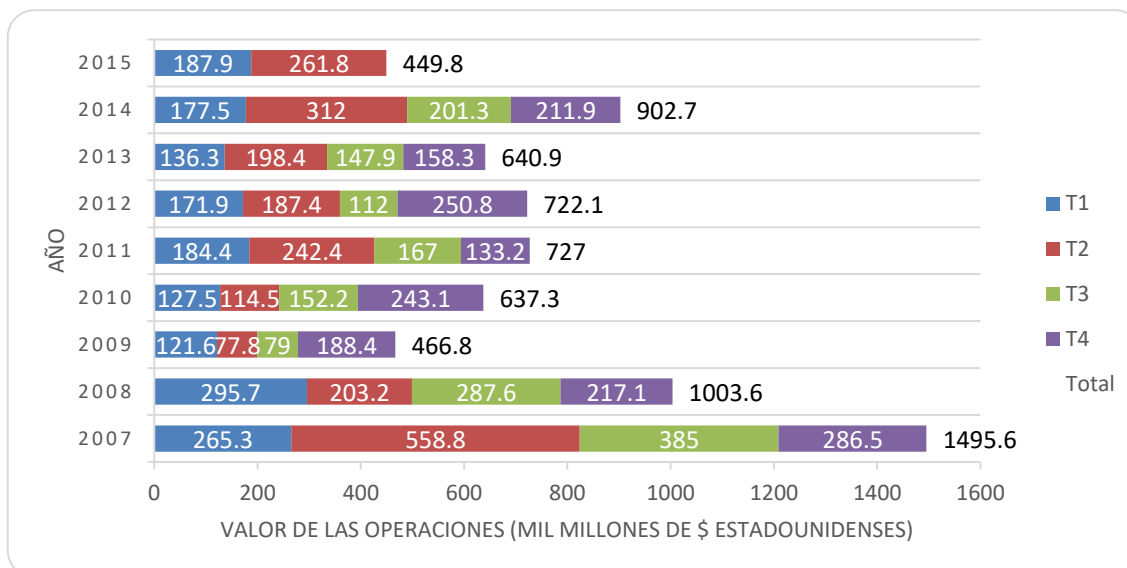
Finalmente, el estudio señala que la recuperación gradual del mercado de M&A se produjo en un contexto de mejora de los resultados empresariales y de un fuerte aumento de las ganancias retenidas por las filiales extranjeras. Esta situación dio lugar a una mayor acumulación de liquidez en los balances de las empresas, especialmente en las economías desarrolladas. Aunque este exceso de liquidez no se tradujo de forma inmediata en un aumento significativo de las operaciones de M&A, ayudó a crear un entorno más favorable para futuras adquisiciones, al reforzar la capacidad financiera de algunos inversores y facilitar el aprovechamiento de oportunidades surgidas de los procesos de reestructuración empresarial tras la crisis.

Conviene precisar que las cifras procedentes de UNCTAD se refieren principalmente a operaciones transfronterizas, es decir, adquisiciones entre empresas de distintos países. Este indicador es informativo sobre una parte relevante del mercado —la vinculada a la inversión extranjera directa—, pero no incluye la mayoría de las operaciones domésticas, que suelen concentrar un volumen elevado de transacciones dentro de cada país.

Para completar la visión basada en operaciones transfronterizas, es útil incorporar evidencia que aproxime la actividad total de fusiones y adquisiciones en Europa, incluyendo operaciones domésticas y transfronterizas. Mergermarket ofrece esta perspectiva mediante estadísticas de operaciones anunciadas dirigidas a Europa. En la serie anual incluida en su informe semestral (Figura 9), se observa que el valor agregado de las operaciones de M&A anunciadas en Europa se recupera de forma gradual tras el mínimo de 2009, situado en 466,8 mil millones de dólares, hasta 637,3 mil millones en 2010 y 727 mil millones en 2011, manteniéndose en niveles similares en 2012 con 722,1 mil millones. A continuación, la actividad vuelve a perder fuerza en 2013, con 640,9 mil millones, y repunta en 2014 hasta 902,7 mil millones, lo que el informe describe como un rebote del mercado europeo. En ese contexto, el mismo documento explica que dicho impulso pierde tracción en la primera mitad de 2015, cuando el valor anunciado asciende a 449,8 mil millones de dólares, un 8,1% por debajo de la primera mitad de 2014. El informe vincula esta desaceleración a focos concretos de incertidumbre y fricción en Europa, en particular las discusiones sobre una posible salida de Grecia de la zona euro, el euroescepticismo en el Reino Unido y la depreciación del euro, que afecta de forma directa a la disposición de las empresas europeas a realizar adquisiciones fuera de la región. En la misma línea, se detalla una retirada de las empresas europeas como compradoras en el exterior, con un descenso del valor del M&A saliente hasta 73,2 mil millones de dólares en el primer semestre de 2015, un 42,7% menos que en el mismo periodo del año anterior, además de 133 operaciones menos. Por último, el informe destaca que en 2014 las inversiones tuvieron un peso relevante, pero la existencia de cambios

regulatorios en Estados Unidos dificultó la continuidad de transacciones entre empresas estadounidenses y europeas, reduciendo el peso de las primeras dentro del M&A entrante hacia Europa hasta el 40% en el primer semestre de 2015, frente al 67,1% un año antes (Mergermarket, 2015, página 5).

**Figura 9: Actividad trimestral de M&A en Europa (2007–1º semestre 2015)**



*Fuente: Adaptado de Mergermarket (2015), Global and regional M&A: H1 2015.*

En la parte final del periodo, el informe anual de 2018 describe con mayor detalle cómo evoluciona el mercado europeo durante ese año. Aunque Europa cierra 2018 con el mayor valor poscrisis de su serie, 989,2 mil millones de dólares, la actividad se concentra sobre todo en el primer semestre y se enfría con claridad a partir de verano. El valor anunciado cae de 672,1 mil millones de dólares en el primer semestre a 317,1 mil millones en el segundo, y el cuarto trimestre baja hasta 146,2 mil millones, el nivel trimestral más bajo desde el primer trimestre de 2013. El informe atribuye esta pérdida de impulso a factores muy concretos, como el aumento del proteccionismo, una mayor intervención pública y un entorno de incertidumbre que lleva a posponer o replantear operaciones grandes. En el Reino Unido, este efecto se intensifica por la falta de claridad sobre la relación futura con la Unión Europea, lo que frena la toma de decisiones y favorece que parte de la actividad se desplace hacia operaciones dentro del propio país. Esto se observa en dos indicadores que el informe destaca: las operaciones de entrada representan solo el 17% del número total de operaciones europeas, y el M&A doméstico en el Reino Unido aumenta hasta 84 mil millones de dólares en 2018 frente a 65,7 mil millones en 2017 (Mergermarket, 2018, pp. 10–11).

En conjunto, la evidencia de UNCTAD y Mergermarket muestra que la recuperación del M&A europeo tras la crisis fue lenta, incompleta y muy condicionada por el entorno financiero. Tras el desplome de 2008–2009, la actividad transfronteriza repuntó en 2010, impulsada por la mejora bursátil, la mayor liquidez y los procesos de reestructuración. Aun así, siguió lejos de los máximos pre-crisis y las empresas tendieron a priorizar estrategias más prudentes, como la inversión *greenfield* (UNCTAD, 2011). Al incorporar operaciones domésticas, la evolución fue irregular. La actividad avanzó gradualmente hasta 2011–2012, se debilitó en 2013, rebotó en 2014 y volvió a perder fuerza en 2015 por razones concretas de incertidumbre y cambios regulatorios. En ese tramo se redujo el M&A saliente desde Europa y también el peso de Estados Unidos en las operaciones entrantes hacia Europa (Mergermarket, 2015). Más adelante, aunque 2018 cerró con el mayor valor poscrisis, el enfriamiento desde el verano reflejó de nuevo la sensibilidad del mercado al proteccionismo y a la incertidumbre política (Mergermarket, 2018). Este patrón es especialmente relevante porque se observa en un periodo de política monetaria muy acomodaticia en Europa, en el que el tipo de la facilidad de depósito se mantuvo en niveles muy bajos durante gran parte del periodo y entró en terreno negativo desde junio de 2014 hasta julio de 2022, tal como muestra la serie ECBDFR disponible en FRED (European Central Bank, s. f.). Es decir, pese a un entorno de financiación favorable en términos de tipos, la recuperación del M&A no fue lineal ni sostenida, sino sensible a episodios de incertidumbre y restricciones regulatorias. Esto sugiere que un entorno de financiación de bajo coste puede facilitar operaciones, pero no implica necesariamente un aumento estable de la actividad: cuando aumenta la percepción de riesgo o se endurecen las condiciones de concesión, la prima exigida por los prestamistas y la prudencia de los agentes del mercado pueden limitar la ejecución de transacciones, incluso con tipos bajos. Esta idea es consistente con la evidencia previa del trabajo, donde el ciclo de *spreads* y la disponibilidad de crédito aparecen como determinantes más directos del apalancamiento en *buy-outs*.

### 3.1.2 El modelo de Private Equity antes de la crisis y el impacto del colapso financiero (2005-2007)

Antes del estallido de la crisis financiera global, la industria del *private equity* se encontraba en una fase de fuerte expansión. Desde mediados de la década de 1990 y, especialmente, durante el periodo 2005–2007, el sector experimentó un crecimiento significativo del tamaño de los fondos, del volumen de las operaciones y de la complejidad de las estructuras financieras utilizadas. Este auge se produjo en un entorno macroeconómico caracterizado por un crecimiento sostenido, baja inflación y una elevada disponibilidad de financiación, que facilitó el uso intensivo del apalancamiento en las operaciones de adquisición (Gilligan & Wright, 2017).

Este crecimiento estuvo estrechamente vinculado a una profunda transformación de los mercados de deuda. Los bancos dejaron de mantener los préstamos en sus propios balances y comenzaron a empaquetarlos y venderlos en los mercados mayoristas, pasando de un modelo basado en el cobro de intereses a otro centrado en la generación de comisiones. Al mismo tiempo, la innovación financiera dio lugar a nuevos instrumentos derivados diseñados para redistribuir el riesgo, que en muchos casos acabaron desvinculándose de los préstamos subyacentes y convirtiéndose en activos negociables por sí mismos. Este proceso generó una percepción de riesgo menor a la real y favoreció la asunción de niveles crecientes de endeudamiento. Como resultado, el modelo de negocio del *private equity* pasó a depender de forma crítica del acceso continuo a financiación abundante y barata. La aparición de nuevos vehículos de inversión altamente apalancados, que replicaban las estructuras del *private equity* sin contar con los mismos mecanismos de control, amplificó aún más los riesgos del sistema. Esta fuerte dependencia del crédito hizo que el sector fuera especialmente vulnerable ante un deterioro repentino de las condiciones financieras (Gilligan & Wright, 2017).

La crisis financiera iniciada en 2007 supuso un cambio brusco en el funcionamiento del sector del *private equity*. Hasta ese momento, existía la percepción de que el acceso a la financiación en los mercados de deuda era prácticamente ilimitado. Sin embargo, cuando comenzaron a aumentar los impagos en el mercado hipotecario estadounidense, surgieron dudas sobre quién estaba asumiendo realmente las pérdidas asociadas a estos activos. Ante esta incertidumbre, bancos e instituciones financieras optaron por retener liquidez y redujeron de forma drástica la concesión de crédito, lo que provocó una rápida paralización de los mercados mayoristas de deuda (Gilligan & Wright, 2017).

Esta brusca restricción del crédito tuvo un impacto inmediato sobre la actividad del *private equity*, cuyo modelo de inversión dependía en gran medida del apalancamiento financiero. Al desaparecer la

financiación, el volumen de operaciones cayó de forma abrupta y las transacciones de mayor tamaño fueron las más afectadas. Muchos fondos se encontraron con serias dificultades para refinanciar sus inversiones, ya que los plazos previstos para recuperar el capital no coincidían con las obligaciones de pago de la deuda contraída. En consecuencia, algunas estructuras altamente apalancadas se volvieron insostenibles, lo que marcó el inicio de una fase de ajuste profundo y repentino en la actividad del *private equity* tras el estallido de la crisis (Gilligan & Wright, 2017).

### **3.1.3 La recuperación gradual del Private Equity tras la crisis financiera (2007-2015)**

Tras el colapso en la actividad inversora durante la crisis financiera, los fondos de *private equity* comenzaron a recuperar gradualmente su participación en el mercado global de fusiones y adquisiciones. Según el *World Investment Report 2011*, en 2010 el valor de las operaciones transfronterizas de M&A respaldadas por fondos de *private equity* creció un 14% respecto al año anterior, alcanzando aproximadamente 122.000 millones de dólares, frente a los 107.000 millones de 2009, tras dos años de descenso. No obstante, esta mejora interanual no implicó una recuperación total del mercado en términos de valor de transacciones. Como refleja la tabla 2, el repunte fue especialmente visible en cuanto al número de operaciones, que alcanzaron un máximo histórico de 2.050 transacciones en 2010, lo que refleja una clara reactivación de la actividad desde el punto de vista del volumen. Sin embargo, el valor de las transacciones de *private equity* se situaba todavía a niveles muy inferiores en comparación con su máximo alcanzado en 2007 antes de la crisis financiera. En concreto, el valor de las operaciones patrocinadas por estos fondos en 2010 era todavía de un 73 % inferior al nivel registrado en 2007. Además, la contribución relativa del *private equity* al total de las operaciones de M&A transfronterizas continuó disminuyendo, pasando del 19% en 2009 al 17% en 2010.

**Tabla 2: Operaciones de M&A transfronterizas patrocinadas por fondos de Private Equity (1996–mayo de 2011)**

Año	Número de operaciones		Valor	
	Número	Participación en total (%)	Valor (\$ miles de millones)	Participación en total (%)
1996	932	16	42	16
1997	925	14	54	15
1998	1089	14	79	11
1999	1285	14	89	10
2000	1340	13	92	7
2001	1248	15	88	12
2002	1248	19	85	18
2003	1488	22	109	27
2004	1622	22	157	28
2005	1736	20	207	22
2006	1698	18	271	24
2007	1917	18	457	27
2008	1785	18	322	25
2009	1993	25	107	19
2010	2050	22	122	17
2011 (mayo)	591	17	91	20

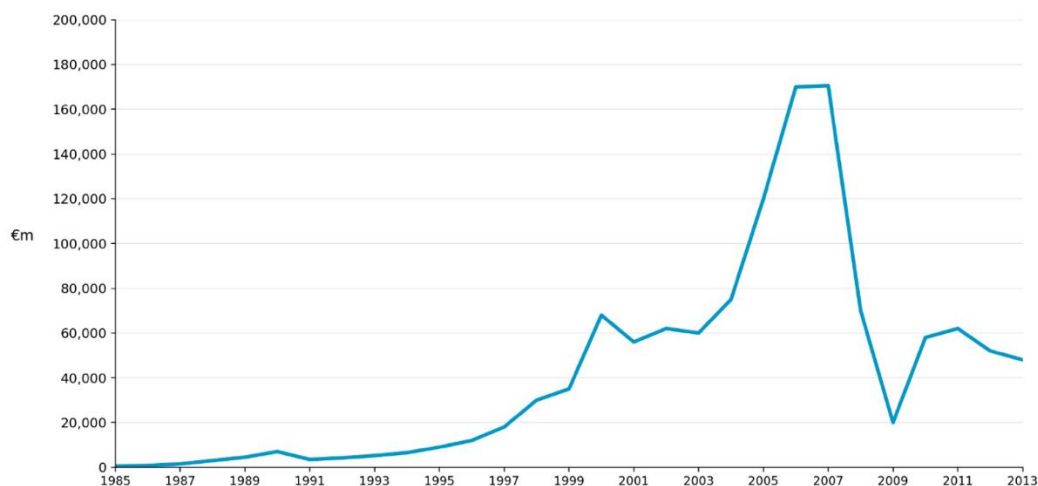
Fuente: Elaboración propia a partir de UNCTAD (2011).

El *World Investment Report 2011* explica que este repunte de la actividad tras la crisis de los fondos de *private equity* se debe a varios factores. En primer lugar, la estabilización progresiva de las condiciones macroeconómicas y financieras facilitó que los inversores volvieran a considerar atractivos los activos de mayor riesgo. En segundo lugar, la reducción de los tipos de interés estimuló la búsqueda de rentabilidad, lo que aumentó el interés por operaciones de adquisición financiadas por fondos especializados. Desde una perspectiva geográfica, el informe indica que una proporción creciente de la actividad del *private equity* se dirigió hacia economías en desarrollo. En 2010, aproximadamente el 31% de la inversión extranjera directa respaldada por fondos de *private equity* —equivalente a unos 38.000 millones de dólares— se destinó a estas economías, en comparación con el 26 % en 2009. Aunque Europa permaneció como un mercado importante, este cambio parcial refleja una estrategia de diversificación geográfica y de búsqueda de mayores oportunidades de crecimiento.

Esta recuperación parcial se aprecia con mayor claridad al analizar la evolución del mercado europeo de *buy-outs* en una perspectiva temporal más amplia. Tal como muestran las Figuras 10 y 11, el mercado presentó un comportamiento claramente cíclico, con una fuerte expansión en los años previos a la crisis financiera —especialmente entre 2004 y 2008— seguida de una caída abrupta tras su estallido. Después de la crisis, la actividad del *private equity* se redujo notablemente debido a varios factores. La menor disponibilidad de operaciones de gran tamaño ralentizó la inversión del capital ya comprometido por los fondos, mientras que el debilitamiento de la posición financiera de los inversores redujo su capacidad para asumir nuevas inversiones. A ello se sumó el fuerte impacto de la crisis sobre el sistema bancario, lo que dificultó la financiación de operaciones basadas en apalancamiento. Como

resultado, tanto el valor de las transacciones como el número de operaciones descendieron hasta niveles similares a los de mediados de la década de 1990. Aunque a partir de 2010 se observa un repunte en el número de operaciones (Figura 11), el valor agregado (Figura 10) continuó siendo bajo, lo que confirma que la recuperación del *private equity* en Europa fue limitada y desigual, con una reactivación más visible en volumen que en tamaño medio de las operaciones (Gilligan & Wright, 2017).

**Figura 10: Valor de los buy-outs en Europa (millones de euros), 1985–2013**



Fuente: Elaboración propia a partir de Gilligan y Wright (2017).

Nota: El eje horizontal representa los años y el eje vertical el valor de las transacciones de buy-outs.

**Figura 11: Mercado europeo de buy-outs por número de transacciones (1985–2013)**



Fuente: Elaboración propia a partir de Gilligan y Wright (2017).

Nota: El eje horizontal representa los años y el eje vertical el número de transacciones.

No obstante, según el análisis de Gilligan y Wright (2017) esta recuperación inicial del *private equity* tras la crisis financiera no supuso una vuelta inmediata a la normalidad, sino que dio paso a un periodo prolongado de ajuste que se extendió aproximadamente entre 2009 y 2012. Durante esta etapa, el

comportamiento del sector reflejó tanto algunas fortalezas como importantes debilidades del modelo de *private equity*. Por un lado, la propia estructura de los fondos de *private equity* actuó como un factor de contención del riesgo sistémico. A diferencia de otras instituciones financieras, estos fondos no operan con depósitos del público ni transmiten directamente sus pérdidas a toda la economía. El riesgo de las inversiones recae principalmente sobre los propios inversores del fondo, lo que hizo que, incluso en un contexto de crisis, las pérdidas quedaran en gran medida limitadas al ámbito del *private equity*. Sin embargo, esta etapa también estuvo marcada por tensiones relevantes entre los gestores de los fondos y sus inversores. Muchos fondos habían captado grandes volúmenes de capital antes del estallido de la crisis bajo la expectativa de que el apalancamiento financiero seguiría estando disponible para respaldar nuevas operaciones. Tras el colapso de los mercados de deuda, una parte importante de ese capital no pudo invertirse, lo que llevó a que los fondos siguieran cobrando comisiones sobre recursos que permanecían inactivos, generando un creciente malestar entre los inversores. Además, el mantenimiento de un entorno de tipos de interés excepcionalmente bajos tras la crisis desempeñó un papel clave en la estabilidad del sector, al evitar el colapso generalizado de empresas altamente endeudadas, incluidas numerosas operaciones de *private equity*. De haberse producido este periodo de ajuste en un contexto de tipos de interés elevados, la tasa de insolvencias habría sido considerablemente mayor, tanto en el *private equity* como en el conjunto de la economía (Gilligan & Wright, 2017).

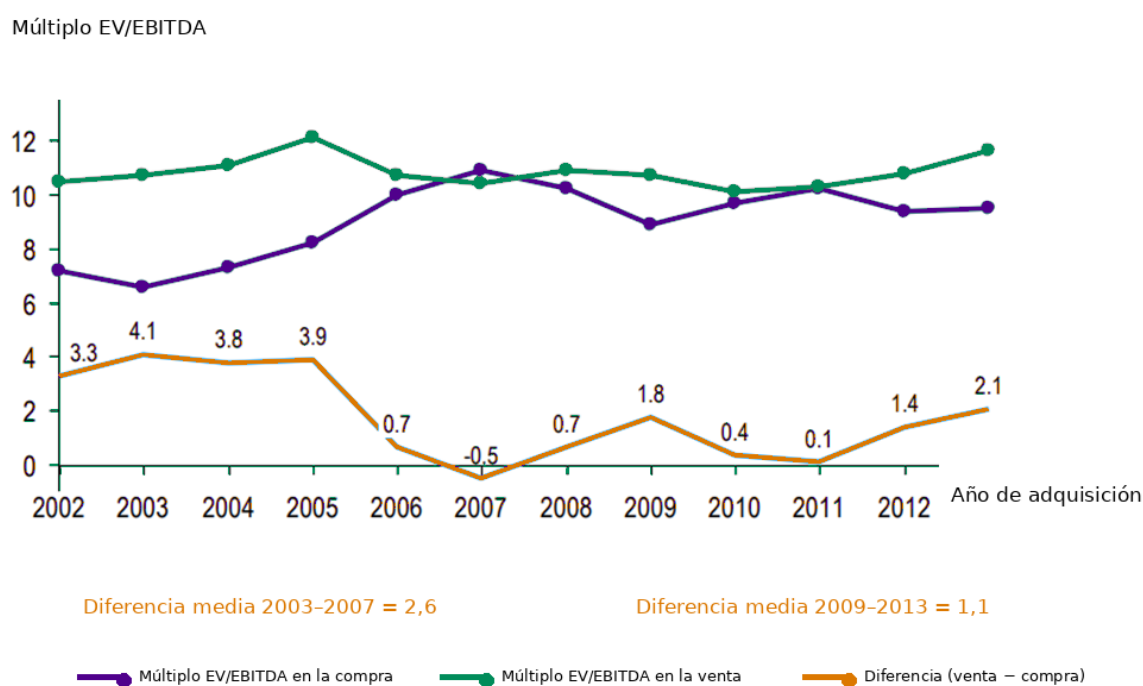
### **3.1.4 Cambios en las estrategias de inversión y en el marco regulatorio**

En cuanto al tipo de operaciones, el informe destaca un repunte de los *secondary buy-outs*. Este tipo de operaciones resultó especialmente atractivo en el periodo posterior a la crisis, ya que conllevaba un nivel de riesgo relativamente más bajo que las adquisiciones primarias. En concreto, estas operaciones suelen llevarse a cabo con mayor rapidez y facilitan una salida más sencilla de la inversión, por ejemplo mediante una oferta pública inicial (IPO), dado que las empresas adquiridas ya han pasado por una fase previa de reorganización y profesionalización. De manera paralela, los fondos comenzaron a mostrar un mayor interés por adquisiciones de menor tamaño, ampliando su foco hacia empresas que tradicionalmente habían recibido menos atención antes de la crisis.

Para explicar por qué estas estrategias ganaron peso, es importante analizar tres elementos que motivaron el cambio en las estrategias de los fondos tras la crisis: la evolución de los múltiplos de entrada y de salida, las condiciones de financiación, y la duración de las empresas en cartera. Roland Berger Strategy Consultants (2016) analizó el *private equity* europeo en el periodo 1998–2015, con una muestra de 2.671 firmas y 14.834 operaciones, de las cuales 7.307 fueron inversiones y 7.527 desinversiones. El estudio calcula, para cada año de adquisición, la mediana móvil a dos años del

múltiplo EV/EBITDA tanto en la compra como en la venta, y utiliza la diferencia entre ambos como indicador del margen de creación de valor ligado a la expansión de múltiplos. El resultado principal es que ese margen se redujo tras la crisis, ya que la diferencia media entre múltiplo de salida y múltiplo de entrada fue 2,6x en 2003–2007, pero cayó a 1,1x en 2009–2013 (Figura 12). En otras palabras, durante la fase posterior a la crisis, fue más difícil sostener retornos apoyándose en vender a múltiplos significativamente más altos que los de compra.

**Figura 12: Evolución de los múltiplos EV/EBITDA de entrada y salida en buy-outs europeos, por año de adquisición (mediana móvil a dos años, 2002–2013)**



*Fuente: Adaptado de Roland Berger Strategy Consultants (2016).*

*Nota: Análisis basado en múltiplos EV/EBITDA de 1.223 y 1.087 compañías en cartera actual y en cartera desinvertida, respectivamente. Se utilizó un mínimo de 10 observaciones para calcular la mediana de cada año de adquisición.*

El mismo patrón se observa en la financiación. Aunque los tipos de interés a largo plazo del Banco Central Europeo excluyendo a España y Alemania fueron más bajos en 2009–2013, con una media aproximada del 2,7%, que en 2003–2007, con una media del 4,2%, el peso de la deuda en la estructura de compra fue menor. La proporción media de financiación con deuda pasó del 62% en 2003–2007 al 51% en 2009–2013. Esto sugiere que, pese al abaratamiento del coste de la deuda, las condiciones de crédito y la tolerancia al riesgo siguieron condicionando el apalancamiento disponible y, con ello, la capacidad de ejecutar operaciones de gran tamaño con la misma intensidad que antes de 2008.

Además, el estudio incorpora un elemento relevante para interpretar el mayor peso de las ventas a otros fondos. Tras la crisis, las desinversiones se ralentizaron y aumentó la duración de las carteras. La duración mediana del total de las empresas en cartera aumentó de 1,8 años en 2003–2007 a 4,5 años en 2012–2015. En las empresas efectivamente desinvertidas, la duración mediana pasó de 3,3 a 5,6 años en los mismos periodos. Este alargamiento se asoció con una dinámica menos favorable de crecimiento del valor de empresa. El estudio muestra que el crecimiento anual medio del valor de empresa se redujo de forma marcada a medida que se prolongaba la permanencia en cartera, desde niveles próximos al 50% en horizontes de 0 a 2 años hasta alrededor del 3% cuando la duración superaba los 7 años, y que en algunos casos las firmas aceptaron pérdidas cuando una compañía permanecía más de 7 años en cartera. En este contexto, fue razonable que los fondos reforzaran estructuras y rutas de salida que facilitasen la rotación de activos y la generación de liquidez, y que las transacciones entre fondos ganaran atractivo relativo cuando el mercado de salidas era menos fluido (Roland Berger Strategy Consultants, 2016).

**Tabla 3: Comparación de los múltiplos de entrada y salida, las condiciones de financiación y la duración de las carteras en Europa (pre-crisis vs pos-crisis)**

<b>Indicador</b>	<b>2003–2007</b>	<b>2009–2013</b>
Diferencia media (múltiplo de salida – múltiplo de entrada)	2,6x	1,1x
Peso medio de deuda en la financiación a la compra	62%	51%
Tipos de interés a largo plazo	4,2%*	2,7%*
Duración mediana de las empresas en cartera	1,8 años	4,5 años**
Duración mediana de las empresas desinvertidas	3,3 años	5,6 años**

*Fuente: Adaptado de Roland Berger Strategy Consultants (2016).*

*\*Nota: Los tipos de interés excluyen a España y Alemania.*

*\*\*Nota: En el estudio, las duraciones del segundo periodo corresponden a 2012–primer semestre de 2015; se incluyen como aproximación de la fase poscrisis.*

Junto a estas limitaciones, el informe de la UNCTAD advierte que el sector también estuvo enfrentándose a retos regulatorios tras la crisis financiera. Iniciativas como la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativa en la Unión Europea (AIFMD) o la *Dodd–Frank Act* en Estados Unidos introdujeron mayores exigencias de supervisión y transparencia, afectando tanto a la capacidad de captación de fondos como a su actividad de inversión. Estas restricciones contribuyeron a un

arranque más lento del ciclo poscrisis para el *private equity* y condicionaron su papel en el mercado de M&A durante los primeros años posteriores a la crisis (UNCTAD, 2011).

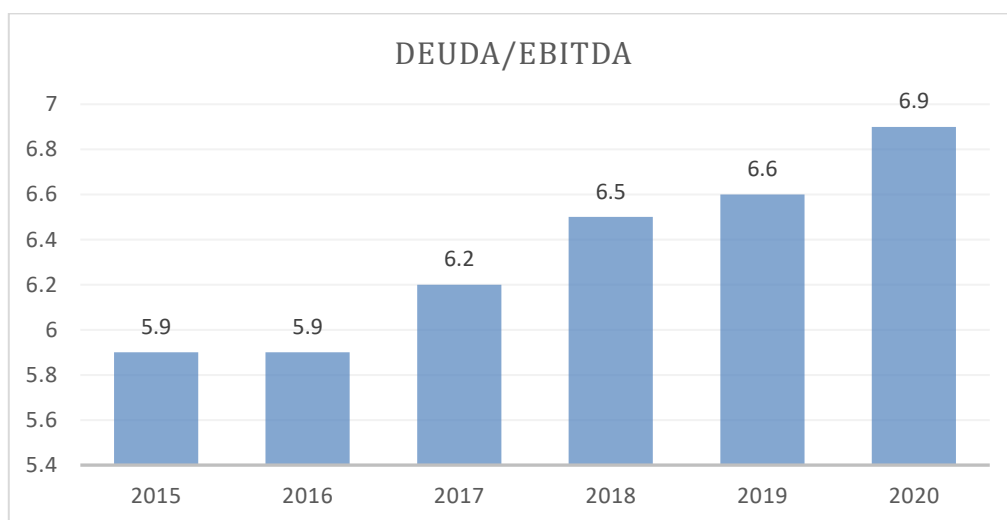
### 3.2 Características del periodo de condiciones financieras favorables en la etapa pre-COVID (2015–2020)

#### 3.2.1 Estrategias de los fondos de Private Equity

Durante la segunda mitad de la década posterior a la crisis financiera global, el *private equity* reforzó su peso dentro de los mercados financieros internacionales y se consolidó como un destino central del capital institucional. A partir del *Global Private Markets Review* de McKinsey & Company (2022), este apartado analiza las principales pautas estratégicas que caracterizaron la actuación de los fondos durante este periodo.

En línea con la cuarta oleada de acumulación de deuda descrita en el apartado anterior, una de las principales características de los fondos de *private equity* durante este periodo fue el uso de elevados niveles de apalancamiento en las operaciones de *buy-out*. Como refleja la Figura 13, durante la segunda mitad de la década, los múltiplos de deuda en este tipo de operaciones se mantuvieron en torno a 6–7 veces el EBITDA, permitiendo la realización de adquisiciones de mayor tamaño (McKinsey & Company, 2022).

Figura 13: Apalancamiento en operaciones de buy-out en EE. UU. (Deuda/EBITDA, 2015–2020)

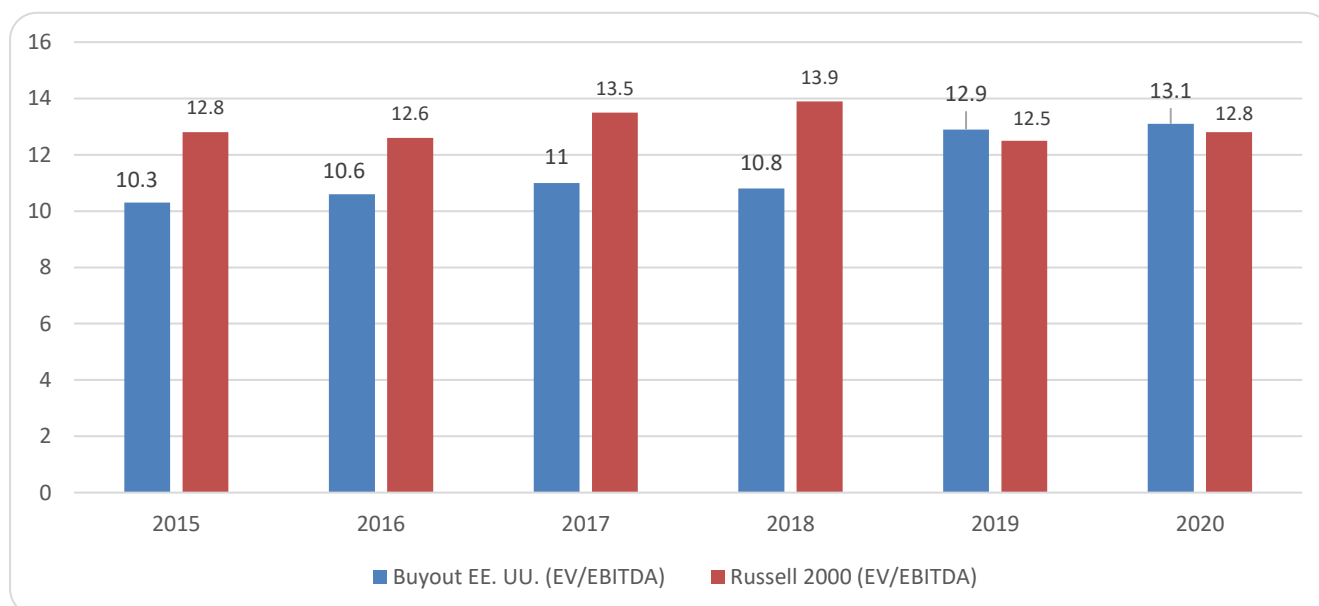


Fuente: Adaptado de McKinsey & Company (2022), *Global Private Markets Review*.

Además, las valoraciones de entrada aumentaron gradualmente tanto en el *private equity* como en los mercados cotizados, aunque el incremento fue ligeramente más intenso en los mercados privados. En el caso de los *buy-outs* en Estados Unidos, el múltiplo de entrada mediano incrementó de manera muy

significativa entre 2015 y 2020, pasando de 10,3 a 13,1 veces EBITDA (Figura 14). Esta evolución supone que, en 2020, un inversor pagaba más de un 27 % adicional por adquirir el mismo nivel de EBITDA que cinco años antes. En esos mismos años, el múltiplo de las compañías cotizadas de pequeña capitalización se mantiene prácticamente estable, alrededor de 12,8 veces EBITDA. Lo relevante es que la diferencia con las valoraciones de entrada en *buy-outs* se reduce mucho: en 2015 el múltiplo mediano de entrada en *buy-outs* era de 10,3 veces, aproximadamente 2,5 veces por debajo de esa referencia. Sin embargo, en 2020 el múltiplo de entrada sube a 13,1 veces y queda prácticamente al mismo nivel. En la práctica, esto sugiere que antes de la pandemia, las valoraciones pagadas en *buy-outs* se fueron acercando a las valoraciones del mercado cotizado.

**Figura 14: Evolución de los múltiplos de entrada en operaciones de buy-out y en empresas cotizadas de pequeña capitalización en Estados Unidos (2015-2020)**

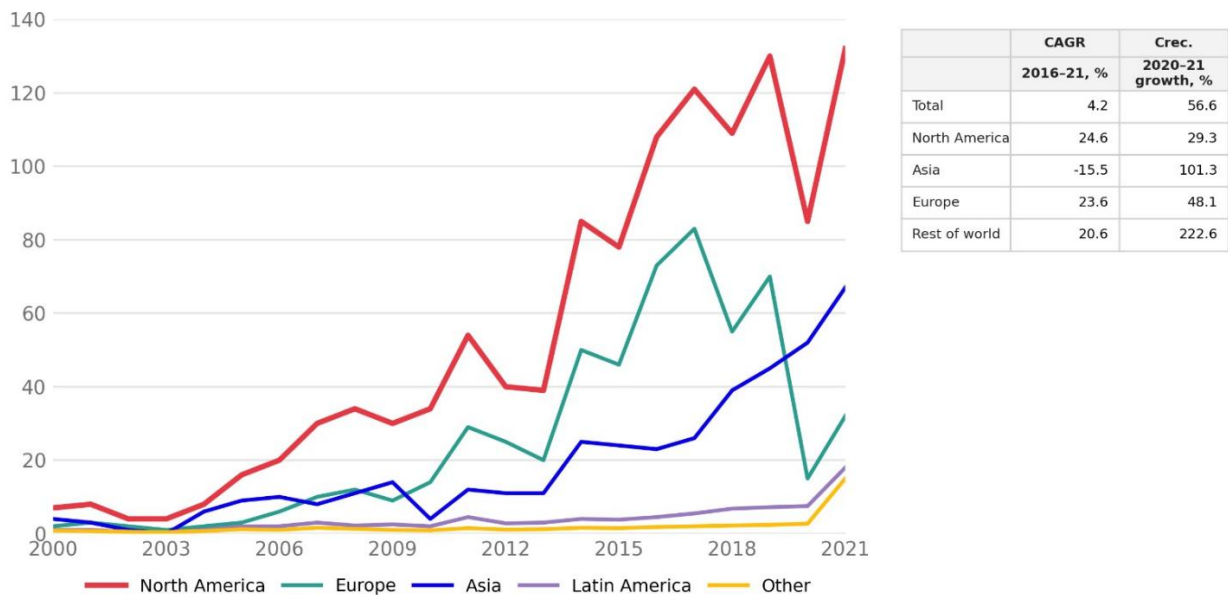


Fuente: Adaptado de McKinsey & Company (2022), *Global Private Markets Review*.

Junto al *buy-out* tradicional, el informe de McKinsey destaca el crecimiento del *growth equity* dentro de las estrategias de los fondos de *private equity*. Desde 2016, la captación de capital para esta estrategia se desplazó progresivamente hacia fondos centrados en Norteamérica y Europa. En particular, Europa se convirtió en la región con mayor crecimiento en *growth equity*, con un aumento de captación de capital cercano al 24 % anual desde 2016 (Figura 15), respaldado por la percepción de que se trataba de un mercado todavía poco explotado y con potencial para generar retornos similares a los de Norteamérica. El avance de la *growth equity* estuvo impulsado por varios factores. Por un lado, el fuerte crecimiento previo del *venture capital* incrementó el número de empresas en fases avanzadas

susceptibles de recibir este tipo de financiación. Por otro lado, la mejora gradual de su rentabilidad reforzó el interés de los inversores. Sin embargo, durante los años anteriores esta estrategia ofreció retornos inferiores a otras modalidades de *private equity*. McKinsey señala que los fondos creados entre 2008 y 2018 alcanzaron una rentabilidad neta mediana del 13,1 %, frente al 18,0 % en *buy-outs* y el 23,8 % en *venture capital*. No obstante, esta diferencia de rentabilidad comenzó a reducirse en los fondos lanzados en años más recientes, lo que impulsó una mayor captación de capital y la expansión de fondos especializados. En este contexto, grandes gestoras multiestrategia reforzaron su apuesta por *growth equity* y concentraron sus inversiones en sectores de alto crecimiento, como tecnología, *software* y salud. (McKinsey & Company, 2022).

Figura 15: Crecimiento del capital captado en fondos de *growth equity* por región (miles de millones, 2000–2021)



Fuente: Adaptado de McKinsey Global Private Markets Report 2025.

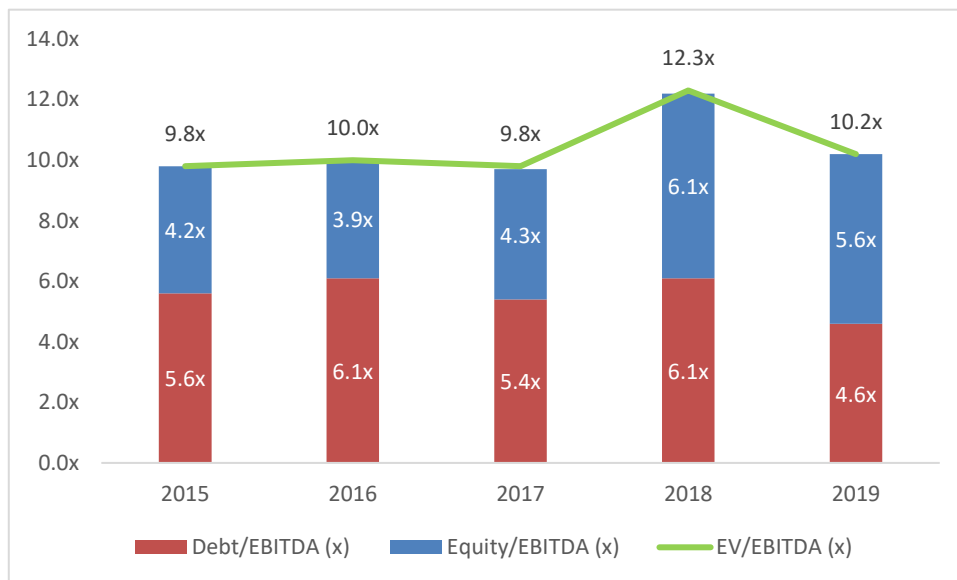
En definitiva, entre 2015 y 2020 el entorno de financiación favorable permitió mantener niveles altos de apalancamiento y empujó al alza las valoraciones de entrada, hasta acercarlas a las referencias del mercado cotizado justo antes de la pandemia. Al mismo tiempo, fue ganando peso el *growth equity*, señal de que parte del capital se estaba moviendo hacia estrategias más orientadas al crecimiento. Este contexto ayuda a entender por qué, ante el shock de 2020, la actividad y las valoraciones pasan a ser especialmente sensibles a cambios en financiación, liquidez y percepción de riesgo.

### 3.2.2 Evidencia cuantitativa: múltiplos y financiación

La sección previa ha caracterizado el marco cualitativo del periodo pre-COVID en términos de condiciones financieras favorables y de comportamiento estratégico de los fondos. Para completar ese análisis con evidencia cuantitativa del mercado europeo, este apartado incorpora métricas de valoración de entrada y de estructura de financiación en *buy-outs*, a partir de la serie de medianas reportada por PitchBook para Europa.

Como muestra la Figura 16, los múltiplos de entrada se mantuvieron en niveles elevados durante todo el periodo 2015–2019, con una intensificación particularmente visible en la fase final del ciclo. En conjunto, esta evolución es coherente con un mercado en el que la abundancia de capital y la presión competitiva entre inversores sostuvieron valoraciones exigentes en las operaciones de control. Esto resulta relevante porque, cuando los precios de entrada ya se sitúan en niveles altos, la generación de rentabilidad depende en mayor medida de la mejora operativa de las participadas, del crecimiento del negocio o de unas condiciones de salida favorables, y menos de una simple expansión adicional del apalancamiento o de arbitrajes de valoración (PitchBook Data, Inc., 2021, p. 6).

**Figura 16: Evolución del múltiplo mediano EV/EBITDA y de su composición entre deuda y patrimonio neto en operaciones de buy-out en Europa**



*Fuente: Adaptado de PitchBook Data, Inc., 2021.*

Además, la descomposición del múltiplo total entre deuda y patrimonio neto permite matizar esta lectura. La Figura 16 no solo refleja niveles altos de EV/EBITDA, sino también cambios en la forma de financiar esas operaciones. En particular, se observa que el repunte de las valoraciones en la parte

final del periodo no respondió exclusivamente a un mayor recurso a la deuda, sino también a un aumento del capital propio. Del mismo modo, en el cierre del periodo se aprecia una cierta moderación del peso de la deuda sin que ello implicara una corrección abrupta de las valoraciones agregadas. Esta combinación sugiere que, incluso antes de la ruptura de 2020, una parte del ajuste ya empezaba a trasladarse a la estructura financiera de las operaciones, mientras los precios de entrada seguían siendo relativamente elevados (PitchBook Data, Inc., 2021, p. 6).

En consecuencia, la evidencia de 2015–2019 permite fijar un punto de referencia claro para el análisis posterior. El periodo pre-COVID se caracteriza por múltiplos de entrada altos y por una estructura de financiación que empieza a mostrar ciertos ajustes en su composición, sin alterar todavía de forma sustancial el nivel general de las valoraciones. Precisamente por ello, esta etapa constituye una base útil para interpretar con mayor precisión la discontinuidad introducida por 2020 y la evolución posterior del mercado europeo de *private equity* y M&A (PitchBook Data, Inc., 2021, p. 6).

### **3.3 El cambio de entorno financiero y el endurecimiento de las condiciones tras el COVID (2020-2022)**

Según el *Global Private Markets Report 2025* de McKinsey, elaborado por Edlich, Croke, Dahlqvist y Teichner (2025), la pandemia de COVID-19 supuso una ruptura brusca del entorno que había predominado durante la década previa, caracterizado por estabilidad y condiciones de financiación favorables en los mercados privados. Al inicio de la crisis, el impacto en las empresas participadas por los fondos de *private equity* fue muy desigual. Según una encuesta realizada por Gompers, Kaplan y Mukharlyamov (2022) a 272 gestores a nivel global, el 50,8% de las empresas se mantuvo estable, el 39,9% sufrió un impacto moderado y el 9,4% entró en una situación crítica con riesgo para su continuidad. Esta situación incrementó considerablemente la carga de trabajo de los equipos de inversión. De media, los socios dedicaron unas 60 horas semanales y más de 25 horas se centraron en apoyar directamente a las empresas para gestionar la crisis. Además, en la mitad de los casos, el contacto con las empresas tenía lugar varias veces por semana (Gompers et al., 2022).

Ante el deterioro de la actividad, la respuesta de los bancos centrales fue rápida y de gran escala, lo que dio lugar a un periodo de tipos de interés bajos de emergencia. El Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco Popular de China redujeron los tipos de referencia a mínimos, pasando del 2,2% en 2019 al 0,4% en 2020, alcanzando el 0,1% en 2021 (Edlich et al., 2025; Gompers et al., 2022). Además, complementaron la bajada de tipos con programas de compra de activos a gran escala (QE) para sostener el funcionamiento de los mercados y relajar las condiciones (Federal Reserve, 2020). En

la zona euro, esta respuesta incluyó el lanzamiento del PEPP en marzo de 2020, un programa extraordinario de compras de activos cuyo volumen se amplió hasta 1,85 billones de euros (Böninghausen et al., 2022). Esta inyección de liquidez resultó decisiva para que los fondos de *private equity* pudieran ejecutar estrategias financieras para evitar quiebras. Una de las medidas más utilizadas fue el uso de líneas de crédito revolventes (*revolvers*). Se trata de una línea bancaria ya acordada que la empresa puede usar para obtener liquidez inmediata y amortizar más adelante. Estas líneas fueron empleadas por el 40% de las empresas en mejor situación y por el 71% de las más afectadas. Además, los fondos facilitaron el acceso a ayudas estatales, como el programa *Paycheck Protection Program* (PPP), especialmente para las empresas de menor tamaño. Otra vía de refuerzo de liquidez fue la aportación adicional de capital por parte de los propios fondos (Gompers et al., 2022).

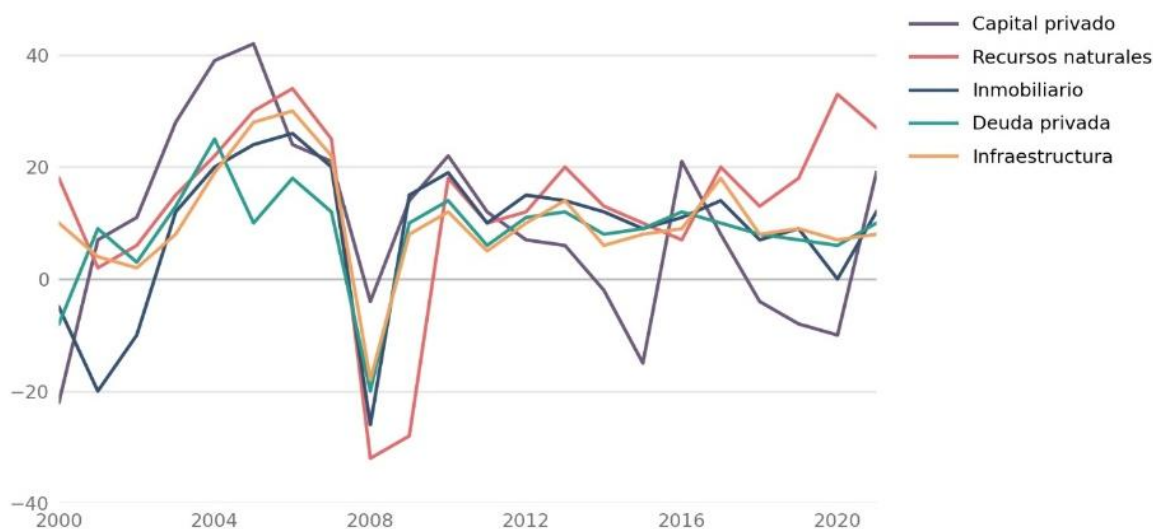
Sin embargo, a pesar de este fuerte apoyo monetario, el modelo anterior de financiación abundante y a plazos largos comenzó a deteriorarse. Los prestamistas adoptaron un enfoque más prudente, lo que se reflejó en la reducción de los plazos de financiación: la madurez media de la deuda bancaria cayó de 5,25 años en 2012 a solo 4,23 años en 2020 (Gompers et al., 2022). Al mismo tiempo, las estructuras de capital se volvieron más conservadoras, reduciendo el peso de la deuda frente al capital propio. En concreto, el ratio deuda-capital bajó del 55,8% al 44,6% para mitigar el riesgo de impago. Ante la presión del nuevo entorno, los fondos redujeron sus objetivos de rentabilidad: la Tasa Interna de Retorno (TIR) objetivo cayó del 27% en 2012 al 22,6% en 2020. Asimismo, las firmas de PE tuvieron que adaptar sus incentivos para retener el talento directivo en un momento de máxima presión. En particular, la propiedad cedida a los consejeros delegados de las empresas aumentó del 8% al 10,9%, mientras que la participación de los 10 directivos principales creció del 15,1% al 19,8%. Además, para dar tiempo a que las empresas se recuperaran, el 72,2% de los gestores decidió extender el horizonte de inversión de sus activos, retrasando desinversiones previstas (Gompers et al., 2022).

En conjunto, estas medidas contribuyeron a sostener el sector y a evitar un ajuste desordenado. En ese contexto, se produjo un aumento muy significativo del tamaño de los fondos y de los activos bajo gestión. McKinsey muestra que en 2021 los activos gestionados por el *private equity* alcanzaron máximos históricos, impulsados en gran medida por el aumento del valor neto de los activos (*NAV*) como consecuencia de valoraciones más elevadas en las carteras. Este crecimiento, sin embargo, no fue homogéneo entre estrategias. El *buy-out*, pese a seguir siendo el mayor segmento del *private equity* por activos bajo gestión y capital captado, mostró una recuperación más moderada tras la pandemia. Aunque continuó creciendo desde 2016 a un ritmo anual cercano al 5,8 %, en 2021 el tamaño medio de los fondos de *buy-out* se situó por debajo de los niveles máximos alcanzados antes de la pandemia.

En conjunto, el tamaño medio de los fondos de *private equity* —considerando todas las estrategias— aumentó de forma clara, pasando de unos 210 millones de dólares en 2016 a alrededor de 340 millones en 2021. Esta dinámica vino acompañada de una mayor concentración del capital en grandes gestoras, visible en el auge de los megafondos: en 2021 se cerraron nueve fondos de *private equity* con un tamaño superior a 10.000 millones de dólares. Desde el punto de vista geográfico, en 2021 casi todas las regiones alcanzaron récords históricos de captación de capital, con la excepción de Asia. En el periodo 2017–2021, Norteamérica lideró este proceso, con una tasa de crecimiento anual del 13,2 %, muy por encima de Europa (6,1 %) (McKinsey & Company, 2022).

Finalmente, por quinto año consecutivo, el *private equity* fue la clase de activo con mejor rentabilidad dentro de los mercados privados, y los retornos obtenidos en 2020 y 2021 superaron ampliamente a los de los años posteriores a la crisis financiera global (Figura 17). En concreto, los fondos medianos lanzados desde 2009 generaron, hasta 2021, retornos al menos 1,06 veces superiores a los de sus equivalentes en mercados públicos (McKinsey & Company, 2022).

**Figura 17: Rentabilidad global de los fondos por clase de activos (% TIR)**



*Fuente: Adaptado de McKinsey Global Private Markets Report 2025.*

*Nota: El rendimiento de los fondos se evalúa mediante la TIR, calculada agrupando el desempeño de los fondos de 2000–2018 durante el período 2000–2021. Algunos datos no están disponibles para determinados períodos. La TIR de 2021 corresponde a los primeros 9 meses (YTD hasta el T3 de 2021).*

Esta transición desde un entorno de tipos bajos y estables a otro de tipos de emergencia terminó de forma abrupta a partir de 2022. La aparición de una inflación persistente y la incertidumbre geopolítica

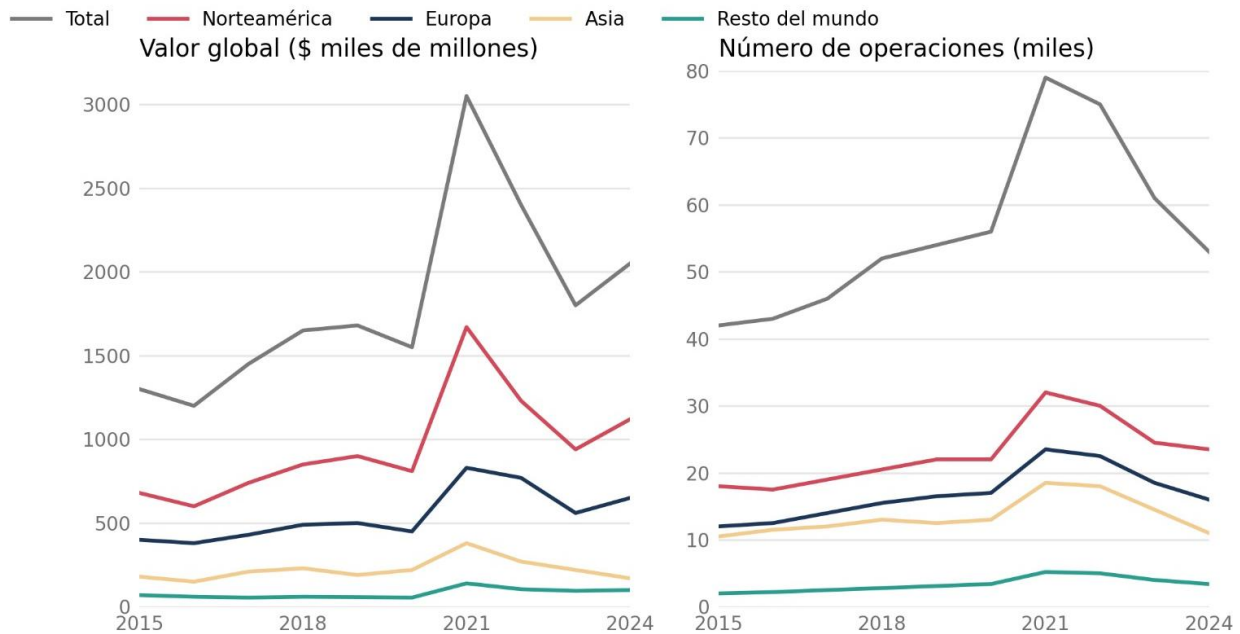
obligaron a los bancos centrales a cambiar radicalmente su política (Edlich et al., 2025). Lo que había sido un entorno de financiación casi gratuita se transformó en un endurecimiento monetario agresivo, con subidas de tipos que superaron los 500 puntos básicos en apenas un año. Este giro marcó el inicio de una nueva era de restricción monetaria, donde el coste de la deuda se volvió estructuralmente más alto y el acceso a la financiación mucho más selectivo (Edlich et al., 2025).

### **3.3.1 Impacto del nuevo contexto de restricción monetaria en la actividad del Private Equity (2022-2024)**

A partir de 2022, el cambio hacia una política monetaria más restrictiva modificó de forma significativa la dinámica del *private equity*, al encarecer la financiación, aumentar la incertidumbre en torno a las valoraciones y dificultar la ejecución del ciclo completo de inversión. Edlich et al. (2025) enmarcan este periodo como una fase de adaptación a un entorno de tipos estructuralmente más altos, con inflación más persistente y mayor incertidumbre geopolítica, en el que la actividad se mantiene, pero exige mayor selectividad y refuerza el papel de la creación de valor operativa frente a palancas puramente financieras.

En materia de valoración, el informe refleja una evolución con dos fuerzas a la vez. Por un lado, tras el freno de 2022 y 2023, en 2024 se observa una recuperación del mercado a nivel global: el valor de las operaciones de *private equity* crece un 14% y se sitúa cerca de los 2 billones de dólares, lo que convierte 2024 en uno de los años con mayor volumen de la serie histórica (Figura 18). Por otro lado, el nivel de precio de entrada vuelve a ser elevado y, en concreto, el múltiplo mediano de entrada en *buy-outs* repunta tras la caída de 2023. Edlich et al. (2025) añaden que parte del repunte puede estar influido por el tipo de operaciones que se han logrado cerrar, con mayor peso relativo de activos de mayor calidad, que suelen sostener múltiplos superiores. Además, el informe muestra que la diferencia entre múltiplos de entrada en *buy-outs* y múltiplos de la renta variable cotizada se amplió en 2024. La ampliación de esa diferencia no implica que las valoraciones en *private equity* sean bajas en términos absolutos. Lo que indica es que, en comparación con la bolsa, las adquisiciones se realizaron a múltiplos relativamente más contenidos, por lo que la referencia de los mercados cotizados vuelve a ser útil para valorar si el precio pagado es razonable en un entorno en el que financiarse resulta más caro.

**Figura 18: Evolución del valor y número de operaciones de Private Equity por región (2015-2024)**



Fuente: Adaptado de McKinsey Global Private Markets Report 2025.

Nota: Incluye operaciones de buy-out y LBO, growth, creación de plataforma y financiación VC (ángel, semilla, early y later), entre otras.

En financiación, el fin de la financiación accesible se traduce en dos implicaciones claras. En primer lugar, existe un menor margen para aumentar el apalancamiento sin que el riesgo se eleve de forma significativa. En segundo lugar, la rentabilidad de cada operación se vuelve mucho más sensible al coste total de la deuda. Edlich et al. (2025) señalan que en 2024 los costes de financiación se moderaron parcialmente debido a la reducción de los márgenes exigidos por los prestamistas y al descenso del *Secured Overnight Financing Rate* (SOFR) en la segunda mitad del año. El SOFR es un tipo de interés de referencia en Estados Unidos utilizado como base en numerosos préstamos a tipo variable, por lo que su caída reduce el coste financiero. Aun así, el nivel de apalancamiento siguió contenido: los *buy-outs* se financiaron aproximadamente con 4,1 veces deuda neta sobre EBITDA, frente a 4,0 veces en 2023. Además, esta cifra se mantiene por debajo de la media de diez años, situada en 4,2 veces, y lejos del máximo observado en 2021, alrededor de 4,7 veces. En términos prácticos, esto implica que, aunque el crédito empezó a normalizarse, los financiadores siguieron siendo prudentes y limitaron la deuda permitida por operación, especialmente cuando el precio de compra era alto.

En paralelo, este nuevo coste del apalancamiento se relaciona con una transformación en la búsqueda de la rentabilidad. La expansión de múltiplos y el apalancamiento explicaron el 61% de los retornos

en *buy-outs* realizados entre 2010 y 2022. Sin embargo, el informe advierte que, con precios de entrada y coste de apalancamiento más elevados, resulta menos probable que las palancas financieras aporten el mismo impulso que en la década pasada, aumentando la importancia esperada del crecimiento de ingresos y mejora de márgenes.

En cuanto a la actividad de inversión, el informe describe un mercado que se recupera en valor, pero que sigue mostrando señales de ajuste por segmentos a escala global. En 2024, el número total de operaciones en mercados privados vuelve a caer por tercer año consecutivo, impulsado en gran parte por la menor intensidad en *venture capital*, con una caída interanual del 16,9% en el número de operaciones. En *buy-outs*, la disminución del número de transacciones es mucho más reducida, del 1,7%. Al mismo tiempo, el informe destaca que la recuperación se concentra en operaciones de mayor tamaño, especialmente en Norteamérica, lo que sugiere que los grandes gestores han retomado el despliegue de capital a escala con más rapidez que el resto. En ese contexto, algunas estructuras ganan atractivo. Las operaciones *public-to-private* aumentan su peso: en 2024 representan el 11% del valor global de las operaciones de *private equity*, frente al 9% en 2023. En Europa, el valor de estas transacciones crece un 65% interanual. Edlich et al. (2025) vinculan este comportamiento a oportunidades percibidas en compañías cotizadas que el mercado podría estar valorando por debajo de su potencial, aunque advierte que estas operaciones suelen ser más complejas por la prima de control, la exposición mediática y el mayor escrutinio.

Además, otra consecuencia del nuevo entorno se refleja en la dificultad para convertir valor en liquidez en salidas y distribuciones. En 2024 se aprecia una mejora parcial ya que el valor de las desinversiones respaldadas por *private equity* aumenta un 7,6% hasta 813.000 millones de dólares tras dos años de caídas. Sin embargo, los plazos siguen siendo largos. La duración media de tenencia en *buy-outs* se sitúa en 6,7 años, frente a la media de 5,7 años en los últimos 20 años, lo que indica que vender cuesta más y suele requerir más tiempo. El informe recalca que el atasco de salidas es el mayor desde 2005 y que la cartera se está envejeciendo: el 61% de las empresas en cartera de fondos de *buy-out* llevaba más de cuatro años en propiedad en 2024, frente al 55% en 2023.

Dentro de las rutas de salida, el canal de IPO sigue siendo débil. El informe muestra que el valor de IPOs respaldadas por *private equity* cae un 7% hasta 154.000 millones de dólares y el número de IPOs desciende un 20% en 2024. También observa una tendencia a colocar una proporción menor de capital en la salida a bolsa, lo que dificulta convertir esa vía en liquidez y distribuciones. Aunque las IPOs representan solo un 5% del total de salidas en 2024, concentran aproximadamente el 22% de las salidas de más de 500 millones de dólares, por lo que resultan especialmente relevantes para sponsors que

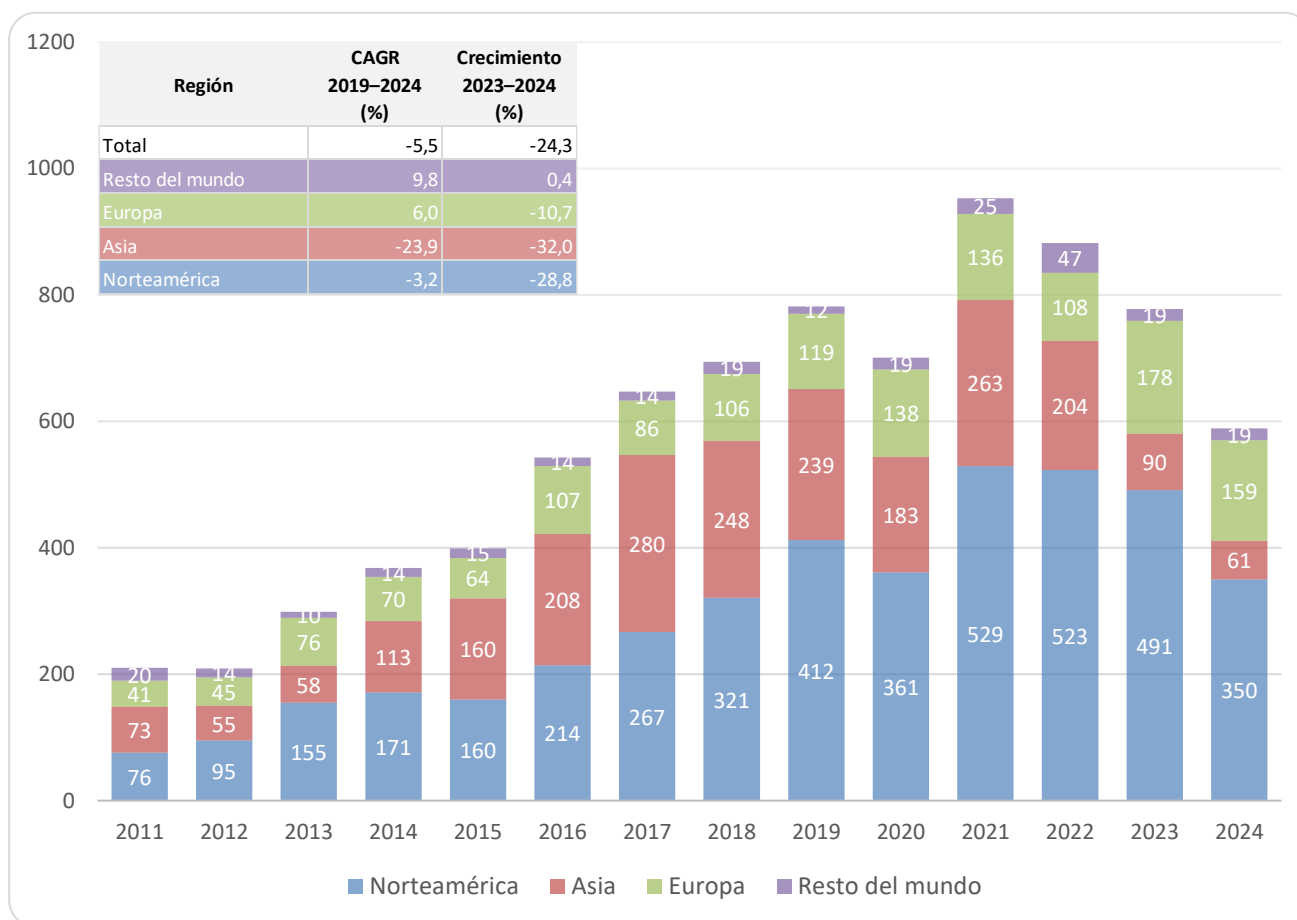
gestionan activos de mayor tamaño, donde el universo de compradores potenciales es más limitado. En este contexto, Edlich et al., 2025 sugieren que, si el peso de las IPOs continúa reduciéndose, los sponsors podrían necesitar reforzar el foco en compradores estratégicos y en la preparación temprana del proceso de salida.

Como respuesta a este bloqueo parcial, el informe muestra un mayor protagonismo de vías alternativas de liquidez. En la primera mitad de 2024, las distribuciones a LPs (*Limited Partners*) superaron a las aportaciones de capital por primera vez desde 2015. En este contexto, el mercado secundario adquirió una relevancia creciente como mecanismo de liquidez: el volumen transaccionado creció un 45% hasta alcanzar 162.000 millones de dólares, un máximo histórico. De ese total, 87.000 millones correspondieron a operaciones lideradas por LPs, es decir, transacciones en las que los inversores venden sus participaciones en fondos a terceros compradores. Por su parte, las operaciones impulsadas por los GPs (*General Partners*) alcanzaron los 75.000 millones de dólares y responden a procesos promovidos por la propia gestora para reordenar la propiedad de determinados activos o facilitar una vía de salida alternativa. En estas últimas predominaron las estructuras en las que el gestor traslada una empresa desde un fondo antiguo a un nuevo vehículo para seguir manteniéndola (*continuation vehicles*), que representaron el 84% del total. Además, el precio medio de transacción aumentó del 85% del valor neto de los activos (NAV) en 2023 al 89% en 2024. Este auge del mercado secundario se entiende también por las dificultades para cerrar desinversiones tradicionales: Edlich et al. (2025) subrayan que existe un desajuste entre el precio que esperan los vendedores y el que aceptan los compradores y muestran que, en 2024, las valoraciones internas con las que muchos fondos registraban sus empresas próximas a la venta estaban por encima de los precios que el mercado estaba dispuesto a pagar. En consecuencia, el informe refuerza la idea de que las desinversiones requieren una preparación activa y planificación, y no pueden depender únicamente de que el mercado mejore por sí solo.

Por último, el estudio señala que la captación de nuevos fondos siguió siendo difícil en 2024, aunque los inversores continúan viendo el *private equity* como una clase de activo atractiva a largo plazo. En 2024, la captación para vehículos tradicionales cerrados disminuyó un 24% interanual, tercer año consecutivo de descenso, hasta 589.000 millones de dólares. La caída se observó en Norteamérica, Europa y Asia, aunque en Europa es más moderada, con un descenso del 11% (Figura 19). Esta lectura debe interpretarse con cautela al compararla con otras fuentes centradas exclusivamente en Europa. En particular, en el siguiente apartado enfocado en el mercado europeo, PitchBook describe 2024 como uno de los años más fuertes de captación de fondos en Europa en volumen agregado, aunque muy concentrado en gestoras consolidadas. Por tanto, ambas fuentes parecen captar dimensiones distintas

del mismo fenómeno: debilidad en la captación en términos globales, pero mayor concentración del capital en pocos gestores en Europa. Por estrategia, *buy-out*, *growth equity* y *venture capital* presentaron retrocesos similares, entre el 23% y el 25% (Figura 20). Aun así, el informe de Edlich et al. (2025) indica que los LPs han aumentado el peso que aspiran a mantener en *private equity* del 6,3% a inicios de 2020 hasta el 8,3% a comienzos de 2024, y que una proporción mayor declara intención de aumentar la asignación frente a reducirla, 30% frente a 16%. Sin embargo, esta preferencia no se convierte de forma inmediata en más compromisos de capital cada año. La razón es que muchos LPs están condicionados por la liquidez: como las distribuciones procedentes de desinversiones han sido irregulares y las salidas se han retrasado, una parte de los inversores prefiere esperar a recibir retornos antes de comprometer capital adicional. En este contexto, el atasco de desinversiones y la mayor competencia entre gestores por el mismo capital hacen que la captación avance a un ritmo más lento (Edlich et al., 2025).

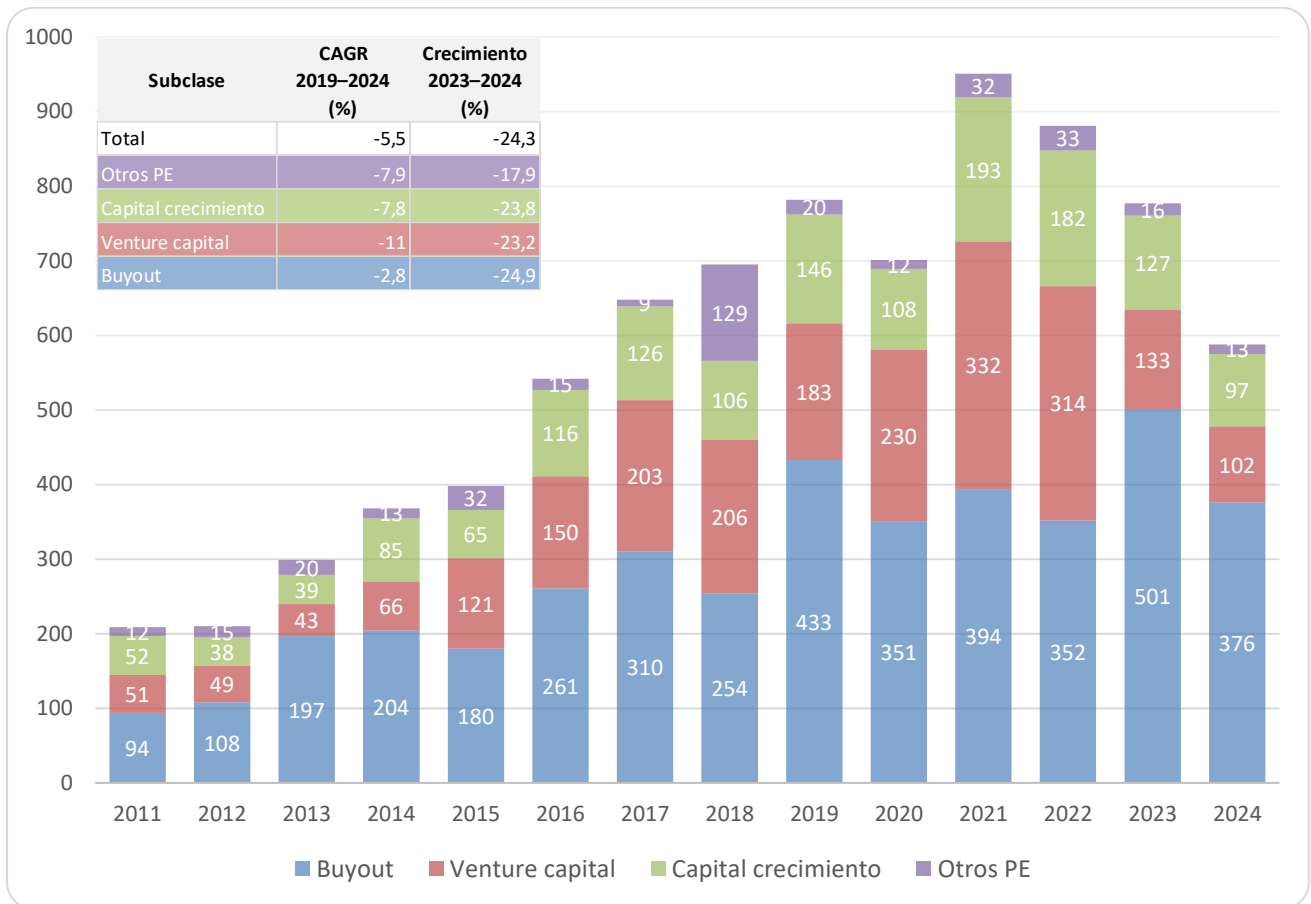
**Figura 19: Captación de fondos de Private Equity por región, 2011-2024 (miles de millones de USD)**



Fuente: Adaptado de McKinsey Global Private Markets Report 2025.

Nota: Incluye buy-out, growth, venture capital y otros private equity. Excluye secundarios, fondos de fondos y coinversiones.

**Figura 20: Captación global de Private Equity por subclase, 2011–2024 (miles de millones de dólares)**



Fuente: Adaptado de McKinsey Global Private Markets Report 2025.

Nota: Incluye turnaround equity, inversión privada en private equity, fondos equilibrados, fondos híbridos y fondos con estrategia no especificada. Excluye secundarios, fondos de fondos y coinversiones.

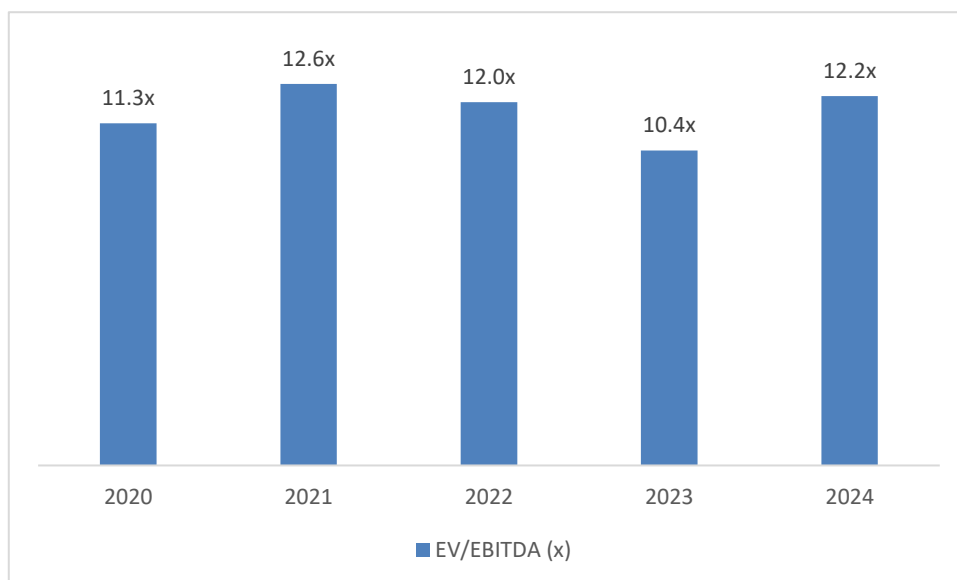
### 3.3.2 Evidencia cuantitativa: múltiplos, salidas y financiación (2020–2024)

La evidencia cuantitativa del mercado europeo de PitchBook permite complementar el análisis global de McKinsey del periodo 2020–2024 a través de tres dimensiones: la evolución de los múltiplos de entrada, la situación del mercado de salidas y los cambios observables en la estructura de financiación.

En primer lugar, las valoraciones de entrada en los *buy-outs* europeos se mantuvieron en niveles altos durante buena parte del periodo, a pesar del endurecimiento monetario (Figura 21). Tras el fuerte dinamismo de los años inmediatamente posteriores al shock inicial, se observa una corrección en 2023 y una recuperación posterior en 2024. Esta pauta sugiere que el cambio de entorno financiero no provocó un desplome generalizado de los precios de entrada, sino más bien un ajuste temporal dentro de un marco de valoraciones todavía exigentes. En este sentido, el informe encaja con la idea de recuperación del mercado europeo, ya que destaca el repunte de la generación de transacciones, el

regreso de la actividad en *buy-outs* y la mejora de las condiciones macroeconómicas tras el giro de política monetaria a mitad de año. Este comportamiento de los múltiplos resulta especialmente relevante para el argumento del capítulo porque indica que, incluso en un entorno de tipos más altos, el mercado siguió asignando valoraciones elevadas a determinados activos. Por tanto, la nueva etapa no se caracteriza tanto por una reducción drástica de múltiplos sino por una mayor selectividad: el capital sigue invirtiéndose, pero con mayor sensibilidad a la calidad del activo, al perfil sectorial y a la viabilidad de la financiación. Desde esta perspectiva, la recuperación de 2024 no supone una vuelta al contexto anterior a 2022, sino una reactivación dentro de un marco todavía más exigente que el de la década previa (PitchBook Data, Inc., 2025, pp. 3–5).

**Figura 21: Comportamiento del múltiplo mediano EV/EBITDA en buy-outs europeos (2020–2024)**



*Fuente: Adaptado de PitchBook Data, Inc., 2025.*

La segunda dimensión clave es la de las salidas. Aquí la evidencia apunta a una mejora clara en 2024 respecto a los dos ejercicios anteriores, pero no a una normalización completa. PitchBook señala que el valor anual de las desinversiones creció y que el número de salidas aumentó con fuerza, hasta aproximarse de nuevo a los niveles de 2021. Sin embargo, esta mejora convive con señales claras de tensión acumulada. En particular, el informe subraya que el ratio entre inversión y desinversión siguió en niveles elevados y que el tiempo de tenencia de los activos continuó alargándose. En otras palabras, aunque el mercado de salidas empezó a reactivarse, la capacidad de convertir cartera en liquidez siguió siendo limitada en términos relativos (PitchBook Data, Inc., 2025, pp. 3, 9). Así, la tabla 4 sugiere que en 2024 el atasco de salidas no desaparece, aunque sí comienza a aliviarse. Ese matiz es importante, porque conecta directamente con uno de los principales rasgos del nuevo entorno: la dificultad de

completar el ciclo de inversión con la misma fluidez que en años anteriores. Además, PitchBook identifica un cambio en la composición de los compradores, ya que en 2024 las adquisiciones por fondos superaron a las corporativas en número de operaciones. Este mayor peso de las transacciones de *secondary buyout* sugiere que, ante un mercado de salidas todavía tensionado, los propios fondos asumieron un papel más activo como vía de liquidez, algo coherente con un contexto en el que la venta estratégica o la salida a bolsa no siempre ofrecían las mejores condiciones de ejecución (PitchBook Data, Inc., 2025, p. 9).

**Tabla 4: Evolución de la actividad de desinversión en el Private Equity europeo (2020–2024)**

Año	Valor de las salidas (€ miles de mill)	# desinversiones	Ratio inversión/desinversión
2020	211,0	1154	2,4x
2021	417,8	1679	2,3x
2022	261,9	1533	2,3x
2023	274,1	1435	2,2x
2024	287,9	1702	2,4x

*Fuente: Elaboración propia a partir de PitchBook Data, Inc., 2025.*

En cuanto a la financiación, el informe anual de 2020 muestra un cambio claro en el momento inicial de la pandemia: en 2020 aumentó el peso relativo del *equity* y descendió el componente de deuda dentro del múltiplo de *buy-out*. Esto es coherente con un contexto en el que los financiadores adoptaron una postura más prudente y en el que el cierre de operaciones exigió estructuras de capital más conservadoras (PitchBook Data, Inc., 2021, p. 6). Para los años posteriores, PitchBook permite sostener esa misma idea de forma cualitativa. Los tipos elevados afectaron al coste de endeudamiento y al uso del apalancamiento en *buy-outs*, aunque también señala que la relajación monetaria de la segunda mitad del año contribuyó a mejorar las condiciones y a favorecer el retorno de este tipo de operaciones. En consecuencia, la evidencia disponible sugiere que el ciclo 2020–2024 combina dos rasgos: una primera reacción de mayor prudencia financiera y una recuperación posterior del mercado sin volver plenamente al régimen de financiación anterior (PitchBook Data, Inc., 2025, pp. 3–5).

En conjunto, la evidencia europea de PitchBook refuerza tres ideas principales para este periodo. En primer lugar, los múltiplos de entrada siguieron siendo altos, aunque con una corrección intermedia y una recuperación posterior. En segundo lugar, el mercado de salidas mejoró en 2024, pero todavía arrastró tensiones acumuladas, visibles en la prolongación de los periodos de tenencia y en un ratio inversión/desinversión todavía elevado. En tercer lugar, el cambio de entorno financiero sí alteró la

estructura de financiación de las operaciones, al menos desde 2020, y obligó a una mayor disciplina en el uso de la deuda. Todo ello confirma que el impacto de la restricción monetaria sobre el *private equity* europeo no se tradujo en una paralización del mercado, sino en una dinámica más selectiva, más dependiente de la calidad del activo y con mayores dificultades para transformar valor en liquidez (PitchBook Data, Inc., 2021, p. 6; PitchBook Data, Inc., 2025, pp. 3–5, 9).

## 4. Discusión y conclusiones

Este trabajo ha permitido analizar cómo el paso de un entorno monetario expansivo a otro de endurecimiento financiero ha afectado al papel del *private equity* en el mercado europeo de fusiones y adquisiciones. A la vista de la evidencia revisada, puede afirmarse que el objetivo principal del estudio se ha cumplido: la evolución reciente del *private equity* en Europa no puede entenderse sin atender al contexto monetario y crediticio en el que opera. Lejos de actuar en un vacío financiero, los fondos han adaptado su forma de invertir, financiarse y desinvertir en función de la liquidez disponible, del coste de la deuda, de las valoraciones de entrada y de las posibilidades reales de salida.

La principal conclusión del trabajo es que existe una relación clara entre el entorno financiero y el comportamiento del *private equity*, aunque no de forma mecánica ni simplista. Durante los años posteriores a la crisis financiera global y, especialmente, en la etapa pre-COVID, la abundancia de liquidez, los tipos de interés reducidos y unas condiciones de financiación favorables facilitaron niveles elevados de apalancamiento, múltiplos de entrada exigentes y una intensa competencia por los activos. En ese contexto, el sector se expandió con fuerza y consolidó su peso dentro del mercado de M&A. Sin embargo, el análisis realizado también sugiere que ese entorno tan favorable no implicaba necesariamente una mayor solidez estructural, ya que parte de la rentabilidad descansaba en palancas financieras cuya eficacia dependía de que el crédito siguiera siendo abundante y barato.

El cambio de escenario iniciado tras la pandemia y acentuado desde 2022 permite confirmar la idea de partida del trabajo: el endurecimiento monetario alteró de forma relevante las estrategias de los fondos. No se observa una desaparición de la actividad, pero sí una transformación de sus condiciones. El encarecimiento de la financiación y la mayor prudencia de los prestamistas redujeron el margen para sostener operaciones intensamente apalancadas y obligaron a una disciplina mayor en la estructura de capital. Al mismo tiempo, la capacidad de completar el ciclo de inversión se volvió más compleja, sobre todo por el deterioro del mercado de salidas y por la dificultad de convertir valor en liquidez con la fluidez propia de etapas anteriores. En consecuencia, el *private equity* europeo entró en una fase más selectiva, en la que el atractivo del activo depende más de la calidad del negocio, del sector, de la resiliencia de la generación de caja y de la viabilidad de la desinversión.

Desde esta perspectiva, una de las aportaciones más relevantes del trabajo es mostrar que la evolución del *private equity* en Europa no debe interpretarse solo en términos de volumen de operaciones, sino también en términos de cambio en las palancas de creación de valor. En el periodo de tipos bajos, el apalancamiento y la expansión de múltiplos desempeñaron un papel especialmente importante. En

cambio, en el entorno más reciente, esas palancas han perdido fuerza relativa y ha ganado peso la capacidad de generar mejoras operativas, proteger márgenes, seleccionar mejor las compañías y planificar con más cuidado las rutas de salida. Esta transición no supone una ruptura con el modelo de *private equity*, pero sí una corrección de sus excesos más dependientes del crédito fácil. En ese sentido, los resultados del estudio permiten sostener que el sector ha mostrado capacidad de adaptación, aunque dentro de un marco considerablemente más exigente que el de la década anterior.

Las implicaciones prácticas de este análisis son relevantes. Para los profesionales del sector, el trabajo sugiere que el éxito futuro dependerá menos de la disponibilidad de deuda barata y más de la capacidad para ejecutar planes de valor creíbles en compañías concretas. Esto afecta tanto a los fondos como a asesores, financiadores y equipos directivos, ya que obliga a prestar más atención a la calidad de los activos, a la sostenibilidad de la estructura de financiación y a la preparación temprana de las salidas. Para los inversores institucionales, la conclusión también es significativa: en un entorno menos benigno, la selección de gestoras no puede apoyarse únicamente en el historial de rentabilidad de los años de expansión monetaria, sino también en su capacidad operativa, sectorial y de gestión de liquidez. Desde una perspectiva académica, el trabajo aporta una síntesis útil de una literatura dispersa y ayuda a ordenar un debate que con frecuencia se ha abordado de forma fragmentada entre estudios teóricos, informes sectoriales y evidencia de mercado.

Al mismo tiempo, el estudio presenta limitaciones que conviene reconocer. En primer lugar, se basa en una revisión cualitativa de fuentes secundarias, por lo que no contrasta empíricamente mediante un modelo econométrico la relación entre tipos de interés, *spreads* de crédito, apalancamiento y actividad de M&A. En segundo lugar, el enfoque europeo agrupa realidades nacionales, sectoriales y regulatorias muy distintas, de modo que parte de la heterogeneidad interna queda necesariamente simplificada. En tercer lugar, el análisis se centra sobre todo en la actividad de *buy-out*, que es la más representativa para la pregunta de investigación, pero no agota toda la diversidad del capital privado. Por último, al tratarse de un periodo reciente y todavía en evolución, especialmente en lo relativo a las salidas y a la captación de fondos, algunas de las dinámicas observadas podrían seguir ajustándose en los próximos años.

Precisamente por ello, este trabajo abre varias líneas de investigación futura. Sería útil profundizar en comparaciones por países europeos para comprobar hasta qué punto el impacto del endurecimiento monetario ha sido homogéneo o desigual. También resultaría relevante estudiar con más detalle las diferencias entre sectores, dado que la sensibilidad a los tipos, a la financiación y a los múltiplos no es la misma en todos los casos. Del mismo modo, futuras investigaciones podrían analizar el papel

creciente de vías alternativas de liquidez, como los llamados “*continuation vehicles*” o el mercado secundario, y valorar si constituyen una solución coyuntural o un cambio más estructural en el funcionamiento del sector. Finalmente, una vez exista mayor perspectiva temporal, será especialmente interesante observar si una eventual relajación monetaria basta para reactivar plenamente el mercado o si, por el contrario, el *private equity* europeo ha entrado en una etapa en la que la disciplina financiera y la creación de valor operativa tendrán un peso duradero.

En definitiva, la evolución del *private equity* en el mercado europeo de fusiones y adquisiciones durante los últimos años muestra que el sector no ha dejado de ser un actor central, pero sí ha tenido que redefinir parte de su lógica de funcionamiento. El paso de una década marcada por liquidez abundante y financiación barata a un entorno más restrictivo no ha supuesto el fin del modelo, pero sí ha puesto a prueba sus fundamentos. La evidencia revisada permite concluir que el *private equity* europeo sigue siendo una fuerza relevante en el mercado de M&A, aunque hoy opera en un marco más selectivo, más prudente y dependiente de la capacidad real de crear valor que del mero impulso del entorno financiero.

## 5. Declaración de uso de herramientas de Inteligencia Artificial Generativa

Por la presente, yo, Patricia Benlloch, estudiante de E2 Inglés de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "*La evolución del private equity en el mercado europeo de fusiones y adquisiciones: de la expansión monetaria tras la crisis financiera al endurecimiento post-COVID*", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Crítico:** Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
3. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
4. **Interpretador de código:** Para realizar análisis de datos preliminares.
5. **Constructor de plantillas:** Para diseñar formatos específicos para secciones del trabajo.
6. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
7. **Generador previo de diagramas de flujo y contenido:** Para esbozar diagramas iniciales.
8. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
9. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
10. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 17/03/2026

Firma: *Patricia Benlloch*

## 6. Bibliografía

Amber EquityCo, S.L.U. (2024, 19 de marzo). *Folleto explicativo de la oferta pública, voluntaria y competitiva, de adquisición de acciones de Applus Services, S.A. formulada por Amber EquityCo, S.L.U.* Comisión Nacional del Mercado de Valores.

<https://historicalrecords.applus.com/es/dam/jcr:9d466bad-6ee9-4da7-9f43-63153f7bf898/Folleto%20explicativo%20de%20la%20oferta%20p%C3%BAblica,%20voluntaria%20y%20competidora,%20de%20adquisici%C3%B3n%20de%20acciones%20de%20Applus%20Services,%20S.A.%20formulada%20por%20Amber%20EquityCo,%20S.L.U.pdf>

Anderson, G., & Cesa-Bianchi, A. (2020). *Crossing the credit channel: Credit spreads and firm heterogeneity* (IMF Working Paper No. WP/20/267). International Monetary Fund.  
<https://doi.org/10.5089/9781513563336.001>

Appelbaum, E., & Batt, R. (2014). *Private equity at work: When Wall Street manages Main Street*. Russell Sage Foundation.

Applus Services, S.A. (2024, 3 de abril). *Report of the board of directors of Applus Services, S.A. on the voluntary tender offer commenced by Amber EquityCo, S.L. Unipersonal*.  
[https://www.applus.com/en/dam/jcr:003186a1-beba-4954-8a357a6480013739/Board%20Delisting%20Report%20\(ENG\)%20\(final\)\(2868543.1\).pdf](https://www.applus.com/en/dam/jcr:003186a1-beba-4954-8a357a6480013739/Board%20Delisting%20Report%20(ENG)%20(final)(2868543.1).pdf)

Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2013). *Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts*. *The Journal of Finance*, 68(6), 2223–2267.

Bain & Company. (2025). *Global private equity report 2025*. Bain & Company.  
[https://www.bain.com/globalassets/noindex/2025/bain-report\\_global-private-equity-report-2025.pdf](https://www.bain.com/globalassets/noindex/2025/bain-report_global-private-equity-report-2025.pdf)

Bhardwaj, A., Gupta, A., & Howell, S. T. (2025). *Capital structure & firm outcomes: Evidence from dividend recapitalizations in private equity* (NBER Working Paper No. 33435). National Bureau of Economic Research.

Böninghausen, B., Fernández Brennan, L., McCabe, L., & Schumacher, J. (2022). *The pandemic emergency purchase programme – an initial review*. European Central Bank. Recuperado el 2 de febrero de 2026, de <https://goo.su/IeGPR>

British Private equity & Venture Capital Association (BVCA). (2010). *A guide to private equity*. BVCA.

Cinven & Canada Pension Plan Investment Board. (2016, 28 de abril). *Cinven and Canada Pension Plan Investment Board to acquire Hotelbeds Group* [Comunicado de prensa].

[https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/migrated/documents/896/CPPIB\\_-\\_Hotelbeds\\_-\\_28\\_April\\_2016\\_0yo5Dv7.pdf](https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/migrated/documents/896/CPPIB_-_Hotelbeds_-_28_April_2016_0yo5Dv7.pdf)

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2ª ed.). John Wiley & Sons.

Edlich, A., Croke, C., Dahlvist, F., & Teichner, W. (2025, 20 de mayo). *Global Private Markets Report 2025: Braced for shifting weather*. McKinsey & Company.

<https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20global%20private%20markets%20report/2025/global-private-markets-report-2025-braced-for-shifting-weather.pdf>

European Central Bank. (s.f.). *ECB deposit facility rate for euro area* [Conjunto de datos]. FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Recuperado el 25 de febrero de 2026, de <https://fred.stlouisfed.org/series/ECBDFR>

European Commission, Directorate-General for Competition. (2016, 21 de junio). *Case M.8057 – CINVEN / CPPIB / HOTELBEDS GROUP* [Merger decision, Article 6(1)(b) non-opposition]. [https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m8057\\_85\\_3.pdf](https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m8057_85_3.pdf)

Federal Reserve. (2020). *Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Recuperado el 2 de febrero de 2026, de <https://goo.su/W6KzV1>

Gilligan, J., & Wright, M. (2017). *Private equity demystified: An explanatory guide* (3ª ed.). ICAEW.

Gompers, P. A., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2022). Private equity and Covid-19. *Journal of Financial Intermediation*, 51, 100968.

Gompers, P. A., & Lerner, J. (2000). Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations. *Journal of Financial Economics*, 55(2), 281–325.

Gorbenko, A. S., & Malenko, A. (2014). Strategic and financial bidders in takeover auctions. *The Journal of Finance*, 69(6), 2513-2555.

Ice Data Indices, LLC. (s.f.). *ICE BofA Euro high yield index option-adjusted spread* [Conjunto de datos]. FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Recuperado el 25 de febrero de 2026, de <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLHE00EHYIOAS>

Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61–74.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). *Leveraged buyouts and private equity*. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146.

Kose, M. A., Nagle, P., Ohnsorge, F., & Sugawara, N. (2020). *Global waves of debt: Causes and consequences* (Advance Edition). World Bank.

Kräussl, R., Lehnert, T., & Rinne, K. (2017). The search for yield: Implications to alternative investments. *Journal of Empirical Finance*, 44, 227–236.

Kwak, S. (2022). *How does monetary policy affect prices of corporate loans?* (Finance and Economics Discussion Series 2022-008). Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2022.008>

Lerner, J., Hardyman, F., & Leamon, A. (2012). *Venture capital and private equity: A casebook* (5<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.

McKinsey & Company. (2022). *Private markets rally to new heights*. Global Private Markets Review. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2022/mckinseys-private-markets-annual-review-private-markets-rally-to-new-heights-vf.pdf>

Mergermarket. (2015). *Global and regional M&A: H1 2015*. Mergermarket. <https://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2015/assets/mergers-acquisitions-6m2015-merger-market.pdf>

Mergermarket. (2018). *Global & Regional M&A Report 2018*. Mergermarket.

Metrick, A., & Yasuda, A. (2021). *Venture capital and the finance of innovation* (3<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.

PitchBook Data, Inc. (2021). *European PE breakdown: 2020 annual*. PitchBook Data, Inc. <https://pitchbook.com/news/reports/2020-annual-european-pe-breakdown>

PitchBook Data, Inc. (2025, 17 de enero). *2024 annual European PE breakdown*. PitchBook Data, Inc. <https://pitchbook.com/news/reports/2024-annual-european-pe-breakdown>

Roberts, A., Wallace, W., & Moles, P. (2003). *Mergers and acquisitions*. Pearson Education.

Roland Berger Strategy Consultants. (2016). *What is holding back returns of European private equity?* [https://www.rolandberger.com/publications/publication\\_pdf/201601\\_roland\\_berger\\_pe\\_study.pdf](https://www.rolandberger.com/publications/publication_pdf/201601_roland_berger_pe_study.pdf)

United Nations Conference on Trade and Development. (2011). *World investment report 2011: Non-equity modes of international production and development*. United Nations.

Universidad Pontificia Comillas. (s. f.). *Material docente de la asignatura de M&A / Fusiones y Adquisiciones* [Diapositivas de PowerPoint].

Wall Street Prep. (2020). *Investment banking interview questions*. Wall Street Prep.