



LA CREACIÓN DE VALOR EN LA COMPRAVENTA DE EMPRESAS SEGÚN LA NATURALEZA DEL ADQUIRENTE

Análisis del mercado español

Autor: Carmen Alonso Rodríguez

Director: Prof. Dr. D. Francisco Luis Sastre Peláez

Madrid

Abril 2014

Carmen
Alonso
Rodríguez



**LA CREACIÓN DE VALOR EN LA COMPRAVENTA DE EMPRESAS
SEGÚN LA NATURALEZA DEL ADQUIRENTE**
Análisis del mercado español

RESUMEN

El presente trabajo analiza las fuentes de creación de valor en el ámbito de las fusiones y adquisiciones empresariales, según la naturaleza financiera o estratégica del adquirente. Se estudia, como hipótesis de partida, si los adquirentes estratégicos resultan más idóneos para la creación de valor en las grandes empresas y, en concreto, en las del sector tecnológico. Tras una revisión de la literatura y el estudio de las transacciones acontecidas en España entre los años 2009 y 2013, se concluye que el perfil idóneo para la adquisición de grandes empresas es el del comprador industrial. No obstante, se encuentran evidencias de la creciente importancia que están adquiriendo los inversores financieros en la compra de empresas del sector tecnológico.

Palabras clave: creación de valor, *private equity*, adquirente estratégico, fusiones y adquisiciones.

ABSTRACT

The present paper analyses the sources of value creation in the context of corporate mergers and acquisitions, depending on the financial or strategic nature of the acquirer. As an initial premise, it studies whether strategic acquirers are more suitable for value creation in big companies, precisely in those that operate in the technological sector. After a literature revision and the study of transactions carried out in Spain between 2009 and 2013, this paper concludes that the most adequate buyer to acquire big companies is the industrial one. Nevertheless, it is found evidence of the increasing importance that financial investors are obtaining in the acquisition of technological companies.

Keywords: value creation, private equity, strategic acquirer, mergers and acquisitions.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN	6
2. OBJETO Y METODOLOGÍA.....	9
3. MARCO TEÓRICO	12
3.1 La creación de valor	12
3.2 Tipos de adquirentes	14
3.2.1 Adquirentes estratégicos	14
3.2.2 Adquirentes financieros	17
3.3 Aspectos a enfatizar en función del perfil del comprador	23
3.3.1 Valoración.....	24
3.3.2 Restricciones de la competencia	26
3.3.3 Mejora de la eficiencia según el horizonte temporal de la inversión.....	26
4. APLICACIONES REALES.....	29
4.1 Fuentes de creación de valor	29
4.1.1 Fuentes de creación de valor cuando el adquirente es estratégico	30
4.2. Fuentes de creación de valor cuando el adquirente es financiero	36
4.2 Idoneidad del comprador	40
4.2.1 Principales fortalezas de los adquirentes estratégicos	40
4.2.2 Principales fortalezas de los adquirentes financieros.....	42
4.3 Estado del mercado de transacciones en España	46
5. CONCLUSIONES	55
6. BIBLIOGRAFÍA	60
7. ANEXOS.....	63

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura I. Volumen de transacciones en España de <i>private equity</i>	8
Figura II. Estructura de un LBO	22
Figura III. Aspectos a enfatizar en función del perfil del comprador.....	23
Figura IV Fuentes de creación de valor (adquirente estratégico)	30
Figura V Fuentes de creación de valor (adquirente financiero)	36
Figura VI. Volumen de transacciones en España	46
Figura VII. Volumen de transacciones en España según la naturaleza del adquirente ..	47
Figura VIII. Proporción de adquisiciones en España según la naturaleza del adquirente	47
Figura IX. Importe promedio de las transacciones (millones de dólares)	48
Figura X. Importe promedio de las transacciones en el sector tecnológico según la naturaleza del adquirente (millones de dólares).....	50
Figura XI. Proporción de transacciones de <i>private equity</i> por sectores	51
Figura XII. Transacciones <i>private equity</i> por sectores en 2009	52
Figura XIII. Transacciones <i>private equity</i> por sectores en 2013.....	52
Figura XIV. Importe promedio de las transacciones en <i>private equity</i> (millones de dólares)	54
Figura XV. Transacciones de mayor importe en el segment alto en 2011	63
Figura XVI. Transacciones de mayor importe en el segment alto en 2012.....	64
Figura XVII. Transacciones de mayor importe en el segmento medio en 2011	65
Figura XVIII. Transacciones de mayor importe en el segmento medio en 2012	66

1. INTRODUCCIÓN

El objeto del presente Trabajo de Fin de Grado consiste en identificar en qué medida influye en la creación de valor la naturaleza financiera o estratégica del adquirente en los procesos de compraventa de empresas llevados a cabo en España en los últimos años, en concreto, entre 2009 y 2013.

En la actualidad, es menester destacar que los *private equities* han cobrado un papel de gran relevancia en las operaciones de Fusiones y Adquisiciones (o de M&A) en todo el mundo. Es por ello que resulta de gran interés llegar a identificar qué diferencias presentan los fondos de capital riesgo respecto de un potencial comprador estratégico.

A pesar de que en Estados Unidos existen cierta literatura en el sector de las Finanzas Corporativas que trata de identificar las características que determinan el perfil idóneo del comprador en función del tipo de compañía que se pretende adquirir (Barber y Goold, 2007; Gorbenko y Malenko, 2012), no existen estudios en nuestro país que aborden dicha cuestión y la interrelacionen con casos reales acontecidos en el mercado español. El valor que se pretende aportar en el presente trabajo de investigación consiste en identificar las fuentes de creación de valor que deben ser consideradas a la hora de efectuar transacciones en el mercado español.

Amén de la necesidad de investigación existente en el presente caso, concurren también razones de tipo personal y profesional que me han motivado para desarrollarlo. Entre ellas, destaca el haber realizado prácticas durante el verano en el departamento de M&A y *private equity* de Uría Menéndez, donde he tenido la posibilidad de estar en contacto con este tipo de operaciones.

Por otra parte, el presente trabajo de investigación se estructura en cinco partes. En la primera se introduce la cuestión objeto de estudio y se enmarca en el contexto económico actual. El segundo apartado abordará la metodología empleada, y se

establecerán las hipótesis de partida. La tercera parte de la investigación hará un repaso de la literatura existente acerca de la cuestión objeto de estudio. El cuarto bloque se centrará en las aplicaciones reales existentes, y llevará a cabo un análisis del mercado de transacciones español entre los años 2009 y 2013. Finalmente, se extraerán las principales conclusiones.

En relación con el contexto en el que se enmarca la cuestión objeto de estudio, es menester destacar que en Europa, el capital riesgo ha alcanzado gran importancia debido a varios factores de crecimiento en la última década. Por una parte, los gobiernos europeos, hasta la llegada de la crisis financiera, han adoptado legislaciones de carácter más favorable para incentivar la participación de estos adquirentes, con reformas fiscales para incentivar este tipo de inversiones. Por otra parte, los cambios generales en las políticas de empleo han beneficiado el entorno inversor.

En consecuencia, en los últimos años, hasta los inicios de la crisis financiera, se han producido cambios en la estructura de las operaciones de M&A, de modo que los *private equities* han tomado un papel más activo, incrementando el número y el valor de las transacciones en las que han participado.

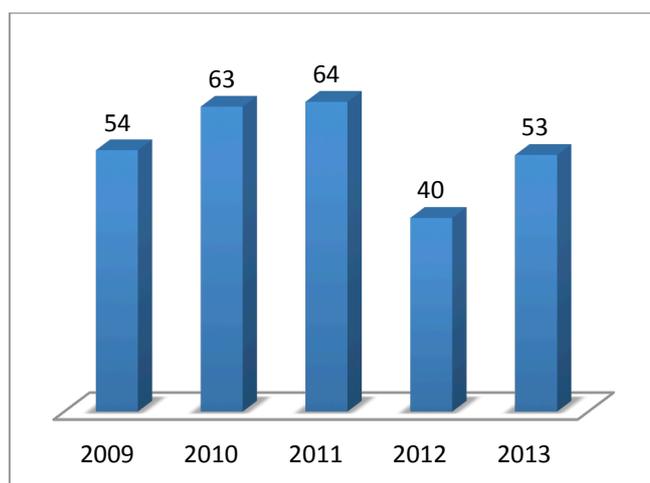
A mayor abundamiento, apunta Manzano (2007, p. 37) que las operaciones de *leveraged buyout* (en adelante, LBO) representan entre un 25 y 30 por 100 del total de la actividad de fusiones y adquisiciones mundial. En base a dichas cifras, resulta de carácter evidente afirmar que los adquirentes financieros han cobrado un papel de gran relevancia en el ámbito económico.

A pesar de la creciente importancia adquirida por este tipo de inversores, apunta Manzano (2007) que aunque durante la primera mitad del año 2007, representaron más del 30 por 100 del valor de las operaciones de M&A en Europa, en la segunda mitad del 2007, debido al inicio de la crisis financiera, la actividad de los *private equities* en el

mercado de M&A cayó en más de un 50 por 100 en comparación con la primera mitad del mismo año.

En la misma línea, el impacto de la crisis económica actual, así como la limitación de la deducibilidad fiscal de los gastos financieros aprobada en el año 2012¹, han supuesto factores determinantes del estancamiento del volumen de transacciones de *private equity* en España. Esta tendencia se puede observar en el Figura I, que refleja el volumen anual de transacciones anunciadas en España, registradas por la base de datos Mergermarket, en las que el adquirente es un inversor de carácter financiero entre los años 2009 y 2013.

Figura I. Volumen de transacciones en España de *private equity*



Fuente: elaboración propia.

¹ Aprobada por el Real Decreto-ley 12/2012, de 30 de marzo, por el que se introducen diversas medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público.

2. OBJETO Y METODOLOGÍA

El objetivo principal de esta investigación es identificar la influencia de la naturaleza financiera o estratégica del adquirente en la creación de valor en los procesos de compraventa de empresas llevados a cabo en España entre los años 2009 y 2013.

Con el propósito de proceder a realizar la presente investigación, se va a partir de dos premisas o hipótesis iniciales. Por una parte, la primera de ellas sostiene que los adquirentes estratégicos tienden a ofrecer un perfil más idóneo que los *private equities* para la futura generación de valor en la adquisición de grandes empresas. Esta hipótesis se fundamenta en que la gran complejidad que implica gestionar una empresa de gran tamaño, requiere un profundo conocimiento del objeto social al que se dedica la empresa adquirida.

Por otra parte, la segunda hipótesis sostiene que los adquirentes estratégicos son susceptibles de generar mayor valor en las empresas del sector tecnológico, en tanto en cuanto en este tipo de compañías se requiere una inversión en capital superior a la media.

A continuación, en el desarrollo del presente trabajo de investigación, se cuestionará la validez de ambas hipótesis de partida. Con el propósito de cumplir el objetivo general formulado y de cuestionar la validez de las premisas iniciales de las que se parte, se han planteado una serie de objetivos específicos, consistentes en:

- Identificar los aspectos que se deben enfatizar en función del perfil del comprador.
- Localizar las fuentes más relevantes a los efectos de la creación de valor.

- Identificar las tendencias actuales en el mercado español de las fusiones y adquisiciones según el tipo de adquirente.

Para conseguir dichos objetivos, se ha llevado a cabo una revisión de la literatura existente en relación con la materia objeto de estudio y se han realizado entrevistas en profundidad a profesionales del sector. Asimismo, se han analizado las compraventas de empresas acontecidas en el mercado español entre 2009 y 2013.

No obstante, tal y como afirma Manzano (2007, p. 38) existe una dificultad en la presente investigación, dado que no existen bases de datos oficiales que proporcionen información sobre las transacciones acontecidas. Es por ello que uno de los principales obstáculos al análisis de estas operaciones es la falta de datos y su heterogeneidad.

En consecuencia, se ha tratado de superar la habida dificultad a través de las siguientes soluciones:

- En primer lugar, se ha obtenido la información principal de las transacciones acontecidas en España en el periodo objeto de estudio a través de la base de datos Mergermarket, perteneciente al Grupo Financial Times. A partir de la información obtenida, se ha procedido a llevar a cabo una clasificación de las operaciones en virtud del año en que fueron anunciadas, la naturaleza financiera o estratégica del adquirente y el sector al que pertenecía la empresa objetivo.

Por si resultare de interés para el lector, figura como anexo al presente trabajo de investigación una relación de los datos principales de las transacciones analizadas. La información adjunta se encuentra clasificada por un criterio temporal (año de anuncio de la transacción), y en función de la naturaleza de la empresa compradora.

- En segundo lugar, para obtener una información más detallada de las principales operaciones habidas, se han consultado informes de compañías privadas sobre la actividad de M&A, en concreto, elaborados por Capital Corporation, Deloitte, Price Waterhouse and Coopers y Thomson Reuters.
- En tercer lugar, se han analizado informes de las principales asociaciones de capital riesgo de nuestro entorno económico, dentro de las cuales cabe citar la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), la *Association Francaise des Investisseurs en Capital* (AFIC), la *Associazione Italiana Finanziarie Investimento Capitale di Rischio* (AIFICR) y la *British Venture Capital Association* (BVCA).

A partir de la información citada, se ha procedido a la elaboración de una serie de tablas y gráficos a los efectos de ilustrar la posición de los adquirentes financieros y estratégicos en el mercado español.

Tal y como se ha expresado en la Introducción de este trabajo de investigación, a pesar de que en Estados Unidos existen algunos estudios que tratan de identificar las características que determinan el perfil idóneo del comprador en función de las características de las compañías (Barber y Goold, 2007; Gorbenko y Malenko, 2012), no existen estudios en nuestro país que analicen dicha cuestión y la interrelacionen con casos reales acontecidos en el mercado español. Es por ello que el valor que se pretende aportar este trabajo de investigación consiste en identificar los principales factores que han sido tenidos en consideración en las transacciones de los últimos años llevadas a cabo por los adquirentes financieros e industriales en nuestro país.

3. MARCO TEÓRICO

En coherencia con el objetivo de la presente investigación, se va a partir del concepto de la creación de valor. Con posterioridad, se analizarán, las principales características de los adquirentes financieros (*private equities*) y de los estratégicos. Por último, se analizarán los aspectos que se deben enfatizar en las transacciones empresariales en función de la naturaleza del comprador.

3.1 La creación de valor

En primer lugar, con carácter previo a definir cómo se crea valor, se va a proceder a diferenciar una serie de conceptos relativos al tema objeto de análisis.

Evans y Bishop (2002, p.4) definen el **valor de mercado** como la cantidad por la cual la propiedad de la compañía pasaría a ser titularidad del comprador en una situación en la cual ni vendedor ni comprador se vean compelidos a vender o comprar, y ambos posean un conocimiento razonable de los hechos relevantes.

Dicho concepto implica una serie de asunciones:

- Los compradores y vendedores son hipotéticos y actúan en su propio interés.
- El comprador hipotético es prudente, pero no obtiene sinergias con la operación.
- La empresa continúa en funcionamiento.
- La hipotética venta se pagaría en dinero.

Por otra parte, el **valor de la inversión** (*investment value*) es el valor atribuido por un comprador particular a un determinado activo, en base a sus circunstancias, y necesidades de inversión. Incluye las sinergias y otro tipo de ventajas que el comprador anticipa que se crearán con la adquisición.

El valor de mercado (también conocido como *fair market value*) debe ser el punto de partida desde el cual las posiciones negociadoras deben empezar. Toda prima que el comprador pague sobre éste reducirá las ganancias potenciales del comprador, debido a que el vendedor estará recibiendo esa porción de valor creado.

El incremento en el valor de la inversión sobre el valor de mercado se suele conocer como prima de control. La prima pagada se basa en factores competitivos, economías de escala y en las motivaciones del comprador y vendedor. La prima de control que un adquirente esté dispuesto a ofrecer dependerá de la rentabilidad esperada que se pretenda obtener con la inversión efectuada.

Puesto que el concepto de rentabilidad esperada que presenta dificultades a los efectos de su cálculo, vamos a asumir la afirmación enunciada por Copeland, Koller y Murrin (1990, p. 74), en virtud de la cual el método de descuentos de flujo de caja es el más idóneo para poder estimarla.

Mientras que los métodos basados en un enfoque contable como el múltiplo PER² solamente tienen en cuenta las ganancias del año corriente o como máximo las del año siguiente, con el método del descuento de flujos de caja el valor del negocio es el resultante de descontar los flujos de caja esperados a una tasa que refleja el riesgo en la obtención de dichos flujos.

La estimación de los flujos de caja generados por la empresa objetivo o *target* tendrá en cuenta las fuentes de creación de valor que cada tipo de adquirente puede ofrecer. Por ello, con carácter previo a identificar las fuentes de creación de valor que pueden ofrecer los compradores estratégicos y financieros, en el siguiente apartado se analizarán sus principales características.

² *Price Earnings Ratio*.

3.2 Tipos de adquirentes

Tal y como se acaba de indicar, en el presente apartado se va a proceder a llevar a cabo una síntesis de las características principales de los adquirentes estratégicos y financieros.

3.2.1 Adquirentes estratégicos

Normalmente, el potencial comprador estratégico se trata de una compañía que cuenta con una acumulación de tesorería (Reed, 1999, p. 111) y está pensando una estrategia de inversión. Asimismo, es consciente de las sinergias susceptibles de ser generadas en este tipo de operaciones combinadas. El horizonte temporal del comprador estratégico suele ser a largo plazo (salvo que se trate de una maniobra defensiva frente a una Oferta Pública de Adquisición).

Normalmente, el objetivo del comprador estratégico consiste en uno de los siguientes (Costentino, 2005):

- **Incremento de su poder de mercado.** A este respecto, puede haber limitaciones establecidas por las autoridades de competencia. Es necesario el informe favorable de la Comisión Nacional de la Competencia cuando se producen concentraciones empresariales por virtud de los cuales se adquiera o se incremente una cuota igual o superior al 30 por ciento del mercado relevante del producto o servicio en cuestión, o cuando la cifra de ventas conjunta de ambas empresas del último ejercicio en España supere los 240 millones de euros, y al menos dos de las compañías partícipes en la operación tengan un volumen de negocios superior a 60 millones de euros³.

³ Vid. art. 8 Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

A pesar de que el crecimiento interno es menos arriesgado y más barato para una compañía, requiere mucho más tiempo que la adquisición de un *target* estratégico. Tal y como afirma Mascareñas (2005, p. 42), la adquisición de una compañía del sector permite lograr el tamaño pretendido en poco tiempo, de modo que resulta el instrumento de crecimiento óptimo cuando se quiere conseguir con rapidez un incremento de la cuota de mercado a expensas de un competidor.

- **Diversificación, aunque cada vez es menos frecuente.** Tal y como afirman Rumelt (1982), algunos directivos buscan la diversificación para reducir el riesgo percibido por éstos. Sin embargo, los inversores conciben el riesgo de una firma de modo diferente, ya que si quieren diversificar su portfolio, acuden al mercado de capitales por cuenta propia. Es por ello que la diversificación empresarial es redundante, dado que el mercado no pagará un sobreprecio por la asunción de este tipo de estrategia. Si el mercado estuviese dispuesto a pagar una prima por efectuar una estrategia de diversificación, las compañías que son conglomerados deberían valer más en su conjunto que la suma de sus unidades estratégicas de negocio. Un ejemplo del fracaso de las estrategias de diversificación supuso la venta de la cadena hotelera Sheraton en 1998 por el conglomerado internacional ITT.
- **Desplazamiento de los competidores.** Según Brealy, Myers y Allen (2006, p. 967), es en las industrias en las que concurren demasiadas empresas donde existen mayores oportunidades de la mejora de la eficiencia. Al verse incrementada la eficiencia, se libera capital para su reinversión en otro sector de la economía. Es por ello que traen a colación el ejemplo del sector bancario en los Estados Unidos. En la década de 1980, la existencia de un excesivo número de entidades financieras se redujo gracias a que tuvo lugar una mejora de las comunicaciones y de la tecnología, lo cual llevó a que cientos de bancos pequeños se viesen absorbidos por bancos regionales o de carácter suprarregional.

- **Consecución de ventajas fiscales.** A este respecto, cabe tener en cuenta que los adquirentes estratégicos pueden formar un grupo fiscal y llegar a compensar con ciertos condicionantes las Bases Imponibles negativas (“BINs”) acumuladas durante los años anteriores con las Bases Imponibles positivas de la empresa *target* o viceversa. Sin embargo, los fondos de capital riesgo no tienen la posibilidad de formar grupo fiscal con las compañías que adquieren, dado que el artículo 67.4.c de la Ley del Impuesto sobre Sociedades impide dicha posibilidad cuando las sociedades dependientes están sujetas a un tipo de gravamen distinto del de la sociedad dominante. Las sociedades y fondos de capital riesgos se encuentran exentas al 99 por 100 de dicho impuesto.

- **Consecución de sinergias de ingresos y gastos.** Para valorar las sinergias, lo más habitual es el empleo del Método de Descuento de Flujos de Caja, lo cual implica la necesidad de estimar con carácter previo la tasa de crecimiento (g) de los flujos de caja y una tasa de descuento. Este mecanismo requiere trabajar con proyecciones a una serie de años vista del valor de los flujos de caja sinérgicos: aquellos ingresos extras atribuibles al proceso de integración y, sobre todo, los ahorros derivados de la integración (sinergias en costes), que se dan con mucha mayor frecuencia y seguridad. Por último, se debe estimar el coste de reestructuración.

No obstante, conviene tener en cuenta que la estimación de las sinergias debe ser realista, puesto que en caso contrario, puede suponer una fuente de fracaso de la operación. Por ello, Copeland, Koller y Murrin (1990, pp. 237-239) ponen de manifiesto los errores típicos en el proceso de valoración sinérgico:

- Cuando una firma se quiere expandir, y para ello adquiere un *target* que cuenta con un exceso de capacidad, dicho exceso no puede contabilizarse en la valoración como un flujo de caja positivo en el primer año, sino que deberá reflejarse el impacto positivo cuando el exceso de capacidad haya sido aprovechado por la compañía para crecer.

- El análisis de los flujos de caja sinérgicos no debe desestimar ninguno de los siguientes aspectos: la existencia de productos sustitutivos a los ofrecidos por la firma resultante de la transacción y la existencia de competidores internacionales.
- Las sinergias de costes derivadas de este tipo de operaciones no se suelen alcanzar en el primer año, sino que implican un proceso de implantación.

Asimismo, las empresas dinámicas buscan crecer a través de fusiones y adquisiciones, puesto que este tipo de operaciones les permiten acceder a otros mercados geográficos y generar economías de escala. Es por ello que Mascareñas (2005, p. 41) afirma que el crecimiento externo es el instrumento adecuado en estos casos, debido a su mayor celeridad frente al crecimiento interno.

3.2.2 Adquirentes financieros

A lo largo de la oleada de fusiones de 1980, comenzaron a cobrar importancia una nueva modalidad de adquirentes. Estos nuevos compradores eran de fondos de inversión, que financiaban sus adquisiciones con un elevado porcentaje de recursos ajenos. En esta época, nació la famosa firma Kohlberg, Kravis and Roberts, también conocida como KKR, la cual realizó en el año 1989 la histórica compra de RJR Nabisco por 31.000 millones de dólares, el mayor LBO durante muchos años.

En este contexto, surge el concepto de *leveraged buyout* (LBO) o compra apalancada. Los recursos con los que cuenta un fondo de inversión se componen del equity o capital, que es aportado por inversores financieros o no financieros privados, y por los recursos ajenos captados a través del endeudamiento. El capital suele suponer un 30 por 100 de

los recursos totales necesarios para llevar a cabo la transacción, y suele ser aportado por bancos, inversores privados y por los propios gestores del fondo que organizan la operación (*general partners*).

Según Sudarsanam (2003, p. 280), las características del candidato ideal para una LBO pueden ser de tipo financiero u operativo. Por una parte, es necesaria la concurrencia de determinadas **características financieras** en la empresa objetivo:

- En primer lugar, la empresa objetivo o *target* debe presentar una **rentabilidad histórica** y ofrecer capacidad de mantener unos márgenes de beneficios superiores a los del sector. Los profesionales del capital riesgo afirman que la Tasa Interna de Retorno de la inversión (TIR) se debe situar en torno al 20 por 100. Esta elevada tasa de retorno se debe a que puesto que no todos los procesos de compraventa en los que intervienen los adquirentes financieros acaba prosperando, las adquisiciones que finalmente se consoliden deben tener una TIR muy alta que compense las pérdidas irrogadas en los demás proyectos.
- En segundo lugar, se requiere **la obtención de unos flujos de caja estables y fuertes** para hacer frente a los costes financieros asociados con la adquisición. De este modo, el alto ratio de apalancamiento existente en este tipo de operaciones es posible gracias a que la compañía adquirida posee una gran capacidad de generación de flujos de caja libres.

Como consecuencia de la necesidad de llevar a cabo el repago de la deuda, afirma Mascareñas (2005, p. 216) que el análisis del riesgo es una labor fundamental que se debe efectuar para conseguir el éxito de este tipo de operaciones. Por ello, los flujos de caja que el adquirente proyecte a la hora de valorar la empresa no sólo deben ser suficientes para pagar la deuda financiera, sino que también deben permitir a la compañía amortizar parte de estos recursos ajenos. Como herramienta idónea a estos efectos, se debe emplear el análisis de escenarios, modificando variables como el tipo de interés, la evolución del sector

y la estructura del capital. Su utilización permitirá al adquirente obtener una desviación típica de los flujos proyectados y ser consciente de las probabilidades de una posible insolvencia.

- En tercer lugar, resulta un factor de carácter positivo la presencia en la compañía de **activos separables o negocios que podrían estar disponibles para la venta** si fuese necesario. Su existencia faculta a la empresa para venderlos para hacer frente al repago de la deuda. No obstante, no deben suponer un gran contribuyente a la generación de los flujos de caja, en tanto en cuanto se cuestionaría la viabilidad futura de la compañía tras la venta de tales activos.

A pesar de que Sudarsanam (2003) no lo apunta, también resulta menester que la deuda financiera existente en el momento de adquirir el *target* sea baja. El balance debe mostrar con carácter previo a la adquisición **un bajo ratio de apalancamiento**, para que la nueva deuda con la que se financie la operación resulte asumible.

Por otra parte, se requiere la concurrencia de las siguientes **características operativas**:

- **La existencia de un sólido equipo directivo.** A la hora de evaluar por parte de los acreedores financieros la solvencia de la empresa, los prestamistas quieren ver un equipo directivo que trabaje bien conjuntamente y que haya sobrevivido a ciclos económicos adversos. El equipo directivo puede contribuir en la consecución de una compañía más eficiente. Es por ello que los *private equities* en numerosas ocasiones prescinden del antiguo equipo y lo reemplazan por uno nuevo con experiencia de gestión en empresas del mismo sector.

Asimismo, cabe destacar que en las operaciones de LBO, se alinean los intereses del equipo directivo de la compañía con los del adquirente financiero, con el objeto de minimizar los costes de agencia. Dentro de los instrumentos empleados, destacan las llamadas esposas doradas o *golden handcuffs*, que

consisten en reforzar la participación de la dirección y su continuidad en la empresa mediante el pago de *bonus*.

- La candidata ideal de LBO debe ofrecer **productos o servicios con fuerte imagen de marca y buena posición de mercado**.
- Asimismo, supone una fuente de ventaja competitiva **la posibilidad de producir a costes inferiores a los del sector**. A este respecto, si se puede incrementar la eficiencia operativa de la empresa y reducir los costes existentes, ambos factores tenderán a impulsar el valor de la empresa. No obstante, la reducción de dichos costes no debe afectar a las ventas ni ir contra el futuro crecimiento de la compañía.
- El candidato óptimo para una LBO debe ofrecer **potencial de crecimiento**. No obstante, señalan Pérez-Íñigo y Mascareñas (2011, p. 213) que el crecimiento debe ser estable pero no rápido, puesto que en ese caso implicaría la necesidad de disponer de liquidez con el objeto de financiar el crecimiento.
- Las compañías valoradas por los adquirentes financieros suelen tratarse de **empresas que se vean poco afectadas por los ciclos económicos**. Tal y como afirman Pérez-Íñigo y Mascareñas (2011, p. 212), el riesgo económico de los flujos de caja, es decir, su variabilidad, debe ser bajo, para evitar periodos de escasez de fondos. En consecuencia, las empresas pertenecientes a sectores en los que exista alto riesgo no suelen ser candidatos idóneos para los adquirentes financieros. Es por ello que las proyecciones de los flujos de caja se someten habitualmente a tests de esfuerzo, en función de las condiciones económicas previstas en el horizonte temporal de la inversión y de la volatilidad histórica que presente el *target*.

- **Productos no sujetos a rápida obsolescencia tecnológica.** Dicha afirmación enunciada por Sudarsanam (2003, p. 280) es coherente con la hipótesis de partida que afirma que los socios industriales presentan una mayor idoneidad para la adquisición de compañías del sector tecnológico. No obstante, esta afirmación se cuestionará *infra*, puesto que los fondos de capital riesgo están tomando un papel muy relevante en el sector tecnológico, tal y como se analizará *infra*.

Asimismo, añade Cosentino (2005) que los productores de bienes básicos o servicios en mercados estables son los mejores candidatos para una LBO. De modo contrario, las empresas pertenecientes a la industria petrolífera no son un buen *target* para una compra apalancada, porque existe una gran dependencia en la valoración del precio futuro del fuel.

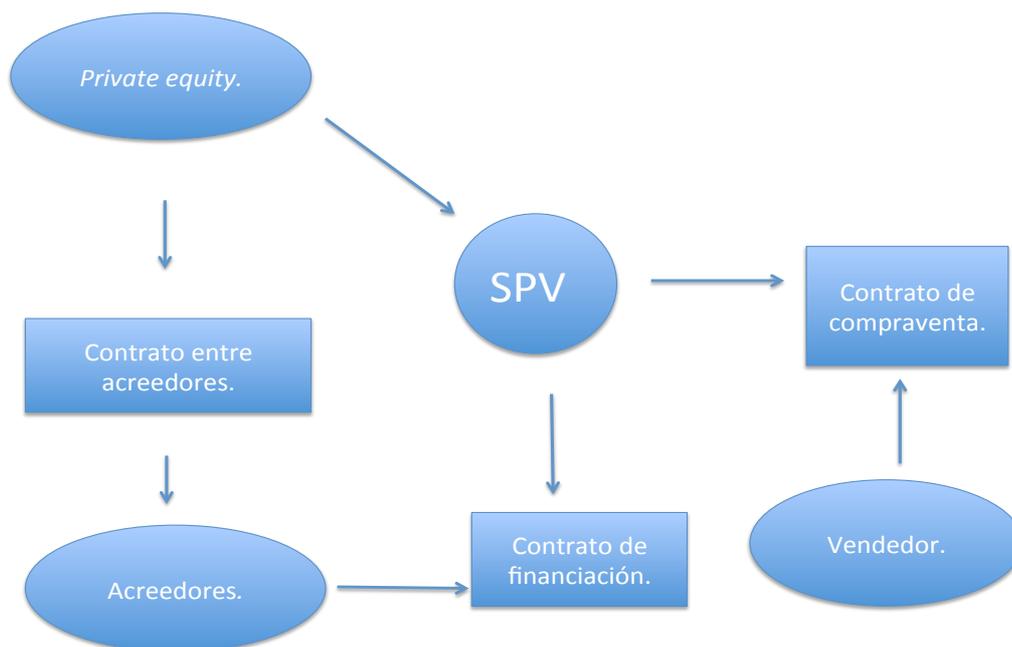
En relación con la **estructuración de las operaciones de capital riesgo**, Axelson, Jenkinson, Strömberg y Weisbach (2008, pp. 8-11) señalan que éstas se pueden estructurar de tres modos:

- En primer lugar, es posible que un *private equity* encuentre un *target* potencial y en trabaje en condiciones de exclusividad con el vendedor potencial. Sin embargo, estas operaciones son muy infrecuentes, aconteciendo únicamente en transacciones de escaso valor.
- En segundo lugar, la transacción de carácter más frecuente implica a múltiples inversores financieros concurriendo en el proceso de compraventa con el objeto de adquirir la empresa objetivo. Cuando el importe de la transacción es muy elevado, algunos adquirentes financieros adquieren conjuntamente la compañía.
- En tercer lugar, tenemos las *public-to-private transactions*, en las cuales un

fondo de capital riesgo adquiere y excluye de cotización una compañía cotizada.

Se puede sintetizar la estructura financiera de las operaciones de LBO en la Figura II.

Figura II. Estructura de un LBO



Fuente: elaboración propia.

En ambos tipos de transacciones, el fondo de capital riesgo crea lo que es denominado un *Newco*, o *special purpose vehicle* (SPV), para hacer una oferta en el proceso de venta de la compañía *target*. El SPV se crea *ad hoc* para cada transacción y suele funcionar como escudo con un capital nominal y un equipo directivo temporal. La financiación de la *Newco* es proporcionada por el inversor financiero⁴. Una vez que se haya comprado la empresa objetivo, el SPV tendrá en su activo la totalidad de los activos del *target* más los suyos y el Fondo de Comercio que aflore de la combinación de negocio. En su pasivo, figurarán los fondos propios, la deuda contraída para financiar la LBO y la deuda que había asumido con carácter previo la empresa objetivo.

⁴ En el caso de MBOs, también será proporcionada por el equipo directivo que pretende adquirir la compañía.

Tal y como se sintetiza en la Figura II, en dicho proceso se perfeccionan al menos los siguientes contratos:

- El contrato entre acreedores, en el cual acuerdan los términos de financiación de la operación.
- El contrato de financiación, cuyas partes intervinientes son los acreedores y el SPV.
- El contrato de compraventa, celebrado formalmente entre el SPV, titularidad íntegra del *private equity* y el vendedor.

3.3 Aspectos a enfatizar en función del perfil del comprador

El siguiente apartado tiene por objeto ofrecer una explicación de tres aspectos que varían sustancialmente en las adquisiciones de empresas en función de la naturaleza financiera o estratégica del comprador. A este respecto, la Figura III sintetiza los factores fundamentales que varían según la naturaleza del adquirente.

Figura III. Aspectos a enfatizar en función del perfil del comprador

	Adquirente estratégico	Adquirente financiero
Valoración	Condicionada en mayor medida por variables no observables	Mayor influencia de las características observables del <i>target</i>
Sinergias	Suelen obtenerse	Difícil obtención
Acceso a financiación	Menor endeudamiento	Mayor endeudamiento
Método de valoración	Descuento de flujos de caja	Descuento de flujos de caja adaptado a las necesidades del comprador
Restricciones de competencia	Pueden frustrar la operación	Poco habituales
Mejora de la eficiencia - horizonte temporal de la inversión	Inferior	Superior
Horizonte temporal de la inversión	Superior (normalmente, no se prevé estrategia de salida)	Entre 2 y 6 años. Prevista <i>ex ante</i>
Eficiencia	Mayor dificultad para medir su comportamiento	La literatura ha evidenciado su mejora

Fuente: elaboración propia.

3.3.1 Valoración

Por una parte, la **valoración** será determinante a la hora de acordar el precio que la compañía adquirente pague por la empresa objeto de adquisición. En relación con este aspecto, Gorbenko y Malenko (2012), a través del empleo de un estudio empírico, cuestionan la visión tradicional que defiende que los compradores estratégicos obtendrán siempre una valoración superior a la de los compradores financieros. En particular, encuentran evidencias de que existe un subgrupo de *targets* que sistemáticamente son más valorados por los compradores financieros, que son aquéllos que ofrecen un mayor potencial de crecimiento.

Con el objeto de llevar a cabo la valoración, es menester tener en cuenta los siguientes aspectos:

- **La posible existencia de sinergias** (de ingresos y gastos). A este respecto, en la mayoría de los casos, el comprador estratégico estará dispuesto a pagar un precio superior por la empresa (generalmente, por sus acciones), puesto que la integración de ambos negocios conducirá a la consecución de:
 - Un incremento del poder de mercado.
 - Economías de escala.
 - Economías de aprendizaje.
 - Economías de alcance.
 - Eliminación de duplicidad de estructuras (centro corporativo o *corporate center*).

- **Acceso a financiación para llevar a cabo la inversión.** En relación con este aspecto, los *private equities* suelen llevar a cabo sus operaciones con un elevado endeudamiento, lo cual permite aumentar la rentabilidad de la inversión (dado que el coste de la deuda es inferior al coste de los recursos propios).

En relación con la financiación a través de recursos ajenos, según Manzano (2007, p. 44), en la Unión Europea, cabe destacar que la mayoría de la deuda con la que se financian los LBO es deuda sénior. De hecho, en 2006, la deuda subordinada representaba, en media, un 11 por 100 de la deuda sénior en la cartera de los bancos europeos.

Por otra parte, cabe señalar que también existen diferencias en el **método de valoración empleado**. Mientras que los adquirentes estratégicos suelen utilizar el método de descuento de flujos de caja ordinario en el proceso de valoración del *target*, señala Mascareñas (2005, p. 372) que este método no es el apropiado para los inversores financieros por las siguientes razones:

- Por una parte, porque el dinero inyectado por estos adquirentes pretende cubrir los flujos de caja libres negativos que puedan existir en un periodo corto de tiempo. Por ello, el citado autor no considera relevante proyectar y descontar los flujos de caja libres.
- Por otra parte, el motivo más determinante radica en que el método del descuento de flujos de caja no tiene en cuenta la existencia de varias rondas de financiación que requieren tasas de rendimiento diferentes.

Por ello, se suele emplear una técnica especializada de flujos de caja descontados adaptada a las necesidades de este tipo de comprador.

Por último, en relación con el proceso de valoración, cabe tener en cuenta que Gorbenko y Malenko (2012) demuestran en el estudio empírico que llevan a cabo que la valoración efectuada por los *private equities* se ve influida en mayor medida por el ciclo económico. *A sensu contrario*, las valoraciones de los adquirentes estratégicos se ven condicionadas en mayor medida por variables no observables, de modo que la desviación típica del componente inobservable duplica el de los adquirentes financieros.

En base a lo expuesto, cabe afirmar que las valoraciones de los adquirentes financieros se encuentran altamente influenciadas por las características observables del *target*, mientras que las valoraciones de los compradores estratégicos se centran en mayor medida en si el *target* concreto encaja bien en particular con las características del negocio, lo cual no se encuentra reflejado en las atributos directamente observables de la empresa objetivo.

3.3.2 Restricciones de la competencia

En el caso de los compradores industriales, la operación es susceptible de verse frustrada por la existencia de limitaciones por **restricciones a la competencia**⁵. Por ejemplo, cabe traer a colación la fusión de Antena 3 TV y La Sexta, la cual suscitó una situación problemática ante las Comisión Nacional de la Competencia. En consecuencia, el organismo impuso una serie de condicionantes para autorizar la concentración. Por una parte, se obligó a que Antena 3 y La Sexta tengan centrales de compras independientes durante cinco años. Por otra parte, con el objeto de preservar los intereses de sus competidores, se le obliga a publicar en sus cadenas los contenidos audiovisuales adquiridos en un periodo no superior a tres años (salvo los que sean propios).

3.3.3 Mejora de la eficiencia según el horizonte temporal de la inversión

El comprador financiero se va a centrar en aspectos de carácter más cortoplacista, puesto que el **horizonte temporal de la inversión** suele ser inferior frente al de los adquirentes estratégicos. En consecuencia, la estrategia fundamental consiste en comprar negocios y tras mejorar su funcionamiento y eficiencia, venderlos. Tal incremento de la eficiencia de las compañías adquiridas es evidenciado por numerosos autores:

⁵ Impuestas por la Comisión Europea, o por la Comisión Nacional de la Competencia, dependiendo de la entidad de la concentración empresarial.

- En Estados Unidos, Chemmanur, Krishnan, y Nandy (2011) miden la eficiencia a través de la productividad total de los factores, en una muestra de empresas industriales no cotizadas entre los años 1972 y 2000, y concluyen que la productividad aumenta significativamente más en las empresas participadas por Capital Riesgo.
- En el mismo sentido, en Europa, Croce, Martí y Murtinu (2012) estudian la evolución en la productividad total de los factores en una muestra compuesta por 696 empresas tecnológicas creadas a partir de 1984, y de las cuales 267 de ellas fueron participadas por *private equities* entre 1995 y 2004. En sus resultados, concluyen los citados autores que mientras que no encontraron evidencias significativas en el incremento de la productividad con anterioridad a la entrada del adquirente financiero, se encuentran evidencias significativas a favor de las empresas participadas por estos adquirentes a partir de su entrada.
- En España, Alemany y Martí (2006) llevan a cabo un análisis del crecimiento de la productividad de los factores trabajo y capital a lo largo de un periodo de tres años, en una muestra formada por empresas que recibieron inversión en capital riesgo y en un grupo de control integrado por empresas en las que no participaron estos adquirentes. No obstante, a pesar de que en sus resultados encuentran evidencia significativa de una mayor productividad en las empresas participadas por *private equities*, dichas conclusiones no son extensibles a los sectores de materias primas y tecnológico.

No obstante, en el Informe de “La actualidad de las transacciones corporativas en España” (Deloitte, 2012), se evidencia que uno de cada cuatro *private equities* existentes en España valora la inversión en empresas de base tecnológica. Empero, dicho aspecto se abordará con mayor profundidad *infra*, cuando se lleve a cabo el análisis del mercado de transacciones español.

Una vez que el adquirente financiero ha implementado los cambios necesarios para conseguir un incremento de valor de la compañía (periodo de entre 2 y 6 años), éste vende el negocio y se procede a la búsqueda de nuevas oportunidades. Asimismo, deberá haber analizado de antemano cómo va a llevar a cabo la **desinversión**, lo cual se puede llevar a cabo de uno de los siguientes modos:

- **Venta a otro *private equity*.** En el año 2012, el fondo estadounidense Advent International adquirió el 49,9 por 100 de la empresa Maxam, fabricante de voladuras para minería e infraestructuras a dos *private equities*, Portobello Capital y Vista Capital. De este modo, la operación se ha llevado a través de una compraventa celebrada entre fondos de capital riesgo.
- **Venta a un competidor estratégico (*second-round buy-out*).** A finales de 2012, BBVA Valanza, la sociedad gestora de capital riesgo de BBVA, procedió a la venta de Controladora Milano, empresa propietaria de las cadenas de tiendas Milano y Melody al grupo mejicano textil Grupo Kaltex. Asimismo, en el año 2012, se produjo la venta Bodegas LAN, 85 por 100 de cuyo capital social era propiedad del fondo Mercapital, a Sogrape Vinhos, que es el principal productor y exportador de vino portugués.
- **Salida a bolsa.** No obstante, en el entorno económico actual, cabe destacar que en el año 2012 no se llevó a cabo ninguna Oferta Pública de Venta, a pesar de que sí hubo cinco salidas de empresas al Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Entre dichas salidas, una de ellas, la de la empresa Suávitás, supuso la primera compañía participada por un fondo de capital riesgo que ha cotizado en el MAB.

4. APLICACIONES REALES

En primer lugar, tras haber enmarcado teóricamente la cuestión objeto de investigación, se va a proceder a determinar las fuentes de creación de valor en la compraventa de empresas en función del tipo de comprador ante el que nos encontremos.

En segundo lugar, se identificarán los factores que determinan la idoneidad del comprador en función de las características de la empresa objetivo.

En tercer lugar, se efectuará un análisis de la situación del mercado de transacciones en España entre el periodo comprendido entre 2009 y 2013, y se estudiará si se da el cumplimiento de los factores identificados en el punto segundo, así como de las dos premisas iniciales de las que se parte⁶.

4.1 Fuentes de creación de valor

En el presente apartado, el estudio se va a centrar en las fuentes de creación de valor para el accionista en este tipo de operaciones. Tal y como afirma Sudarsanam (2003, p. 4), se estará creando valor cuando el retorno que obtengan los accionistas por invertir en la compañía adquirida sea al menos igual al coste de capital, lo cual se conoce como el *shareholder is better off test*.

El principal problema que se origina para la medición de la creación de valor consiste en que en numerosos casos, la compañía resultante después de la adquisición es diferente de la adquirida y adquirente con anterioridad a la operación. En el caso de que se fusionen, al dejar de existir como entidades separadas, hay que formular hipótesis acerca de cómo las compañías habrían actuado independientemente.

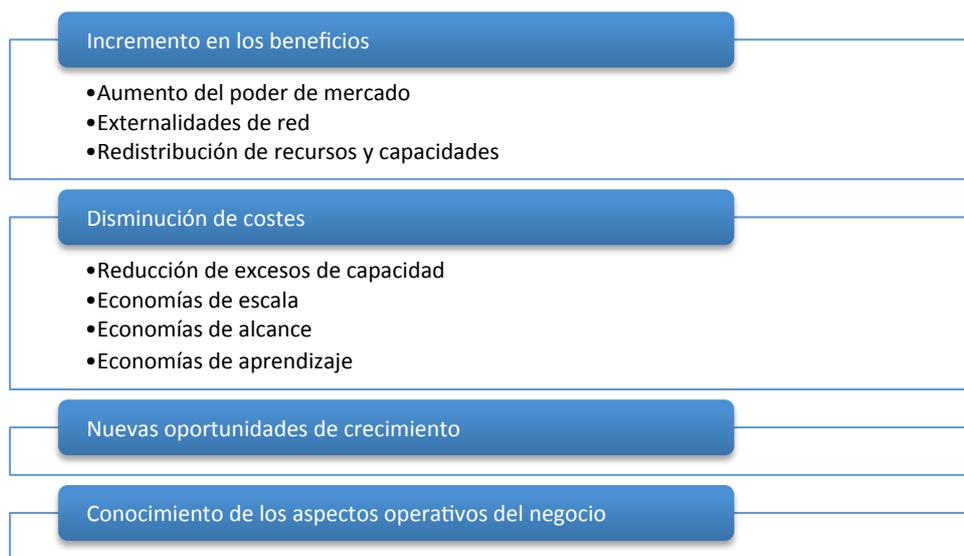
⁶ Tal y como se ha expuesto en el apartado “Metodología y Objetivos”, se parte de dos hipótesis. La primera sostiene que los adquirentes estratégicos presentan un perfil más idóneo para adquirir grandes empresas. La segunda defiende que estos compradores presentan unas características más adecuadas para comprar empresas del sector tecnológico.

A continuación, se procede a llevar a cabo un análisis de las fuentes de creación de valor en los procesos de compraventa de empresas, diferenciando en función de la naturaleza del adquirente.

4.1.1 Fuentes de creación de valor cuando el adquirente es estratégico

En los casos en los cuales el adquirente es estratégico, la creación de valor para el accionista puede verse impulsada por uno de los motivos que se sintetizan en la Figura IV.

Figura IV Fuentes de creación de valor (adquirente estratégico)



Fuente: elaboración propia.

- **Incremento en los beneficios debido a:**

- **Un aumento del poder de mercado**

Cuando se fusionan dos compañías que comercializan el mismo producto, la cuota de mercado resultante es normalmente superior a la previamente existente. Sin embargo, a pesar de que la cuota de mercado se vea incrementada en el corto plazo, su mantenimiento en el largo plazo no es de carácter tan evidente. En este sentido, Mueller (1986) averiguó que en una muestra de fusiones llevadas a cabo en Estados Unidos entre 1950 y 1972, las compañías que se fusionaron horizontalmente perdieron cuota de mercado.

Como ejemplo, puede citarse la Oferta Pública de Adquisición formulada por la aseguradora Mapfre en 2011 sobre la totalidad de las acciones de Funespaña. El objetivo de esta operación era adquirir el control de Funespaña y fusionarla con Gesmap, la filial de Mapfre de servicios funerarios, para así constituir uno de los grupos de servicios funerarios más importantes del mercado español. Asimismo, también puede mencionarse la compra de la división española de Chevron por parte de Cepsa acordada en 2011 por 125 millones de euros.

No obstante, cabe señalar que Schmalensee (1989) concluyó que la relación existente entre la concentración y la rentabilidad es estadísticamente débil. Tal y como ha sido tradicionalmente defendido, el crecimiento no implica necesariamente una mayor rentabilidad.

- **Externalidades de red**

Una externalidad de red existe cuando el valor del producto para un cliente individual depende del número de usuarios de dicho bien. Tienen su origen en la creación de una base de clientes, también denominada como base instalada, en la cual los clientes

comparten una base común de experiencia que puede hacerse más efectiva a través de su interacción. Esta base es la que incentiva a comprar el producto.

La clave para la aparición de externalidades de red es la existencia de cierta complementariedad o interacción entre la tecnología de los distintos usuarios individuales, lo que produce dos efectos fundamentales en la dinámica de la Industria (Katz y Shapiro, 1986):

- Se modifica el atractivo de la red, generando economías de escala del lado de la demanda. Esto implica que el precio que los usuarios pagan está en parte determinado por el tamaño de la red a la que pertenece el producto (Brynjolfsson y Kemerer, 1996).
 - Los productos son considerados por los potenciales consumidores, que tendrán en cuenta en su decisión de compra las expectativas futuras de éxito de las distintas redes en competencia.
- **Redistribución de recursos y capacidades comerciales**

Cuando dos compañías se fusionan, éstas pueden aprovechar sus recursos y capacidades comerciales. Por ejemplo, la compañía adquirente podrá emplear los canales de distribución ya establecidos por la compañía adquirida para comercializar sus productos.

A estos efectos, un caso relevante supuso la adquisición de Clairol por parte de Procter & Gamble en el año 2001, en la cual la compañía adquirente aplicó sus capacidades de gestión de marca a las marcas del grupo Clairol. De este modo, consiguió globalizar las marcas de la compañía adquirida, expandiéndose en el mercado de los países emergentes. Este hecho fue posible gracias al empleo de la red de distribución de Procter & Gamble.

- **Disminución de los costes por:**

Normalmente, se derivan de combinar las áreas de producción, comercial, distribución y centro corporativo de ambas compañías, de modo que las mismas actividades pueden llevarse a cabo a un coste inferior del que cada firma podría alcanzar separadamente. El coste unitario del producto disminuye y si el precio unitario se mantiene invariable, el beneficio unitario aumenta.

- **Reducción de excesos de capacidad**

Si el comprador es estratégico, las firmas pueden racionalizar sus recursos consiguiendo eliminar los excesos de capacidad, obteniendo una reducción de los costes. Según Sudarsanam (2003, p. 106), a través de este proceso de adaptación de la oferta a la demanda, la empresa resultante de la operación podrá mejorar su margen.

Un ejemplo de este tipo de sinergias de costes es la empresa Arcelor, la cual nace de la integración de tres grupos siderúrgicos europeos: Aceralia, Arbed y Usinor. La fusión en la que se creó Arcelor en 2002 pone de manifiesto cómo la industria del acero europea ha respondido a la pérdida de competitividad que estaba teniendo. Los ahorros en costes se consiguieron a través de la concentración de la producción de acero en un menor número de lugares situados en zonas costeras para reducir los costes de transporte.

- **Economías de escala**

Conviene recordar que las economías de escala suponen un proceso mediante el cual los costos unitarios de producción disminuyen al aumentar la cantidad de unidades producidas.

Gracias a la adquisición de un *target* estratégico, gran parte de las actividades que las compañías llevaban a cabo de modo separado pueden ser ahora optimizadas. Principalmente, se tienden a reducir los costes de producción y del centro corporativo. No obstante, tal y como afirma Sudarsanam (2003, p. 107), existe un coste indirecto, que surge del riesgo de que los trabajadores y directivos que abandonen la compañía como consecuencia de la integración procedan a integrar empresas de la competencia.

Asimismo, conviene tener en cuenta que la consecución de economías de escala se ve limitada por el concepto de escala mínima eficiente, en virtud del cual al aumentar el número de unidades producidas, a pesar de que inicialmente el coste medio unitario disminuya, se alcanza un punto en el que éste se estabiliza. Según Holl y Pickering (1991, p.1778), esta limitación implica que la ventaja competitiva alcanzada a través de la obtención de economías de escala puede no ser sostenible ni significativa.

- **Economías de alcance**

Las economías de alcance se consiguen cuando el coste conjunto de producción de dos o más bienes por parte de una empresa es inferior al coste de producción que supondría fabricar cada uno de ellos separadamente. No obstante, solamente se pueden alcanzar en firmas que ofrezcan una gama de productos diferentes.

- **Economías de aprendizaje**

Las economías de aprendizaje surgen cuando los directivos y trabajadores ganan experiencia en la utilización y aprovechamiento de los recursos disponibles en la compañía a lo largo del tiempo, de modo que disminuye el coste medio de producción. De este modo, el coste medio de producción se reduce al aumentar la producción acumulada.

En el ámbito de las fusiones y adquisiciones, cuando el comprador es de naturaleza estratégica, la experiencia acumulada de las compañías representa parte de sus recursos y capacidades en el momento de la operación corporativa. El hecho de compartir dicha experiencia puede ser una fuente de eficiencia organizativa.

Las fusiones en el ámbito de sectores que impliquen complejos procesos tecnológicos, como el farmacéutico, pueden ser susceptibles de beneficiarse de las economías de alcance. No obstante, pueden surgir problemas derivados de la gestión y coordinación de sus recursos humanos.

- **Nuevas oportunidades de crecimiento:**

Las nuevas oportunidades de crecimiento provienen de la creación de nuevas tecnologías, productos y mercados. En relación con las fusiones y adquisiciones en las que el comprador es de tipo estratégico, según Sudarsanam (2003, p. 113), cabe tener en cuenta que en todas ellas, debido a la ausencia de información completa sobre las oportunidades de creación de valor, existe un elemento de carácter exploratorio.

En este sentido, la adquisición de compañías del sector biotecnológico por parte de las empresas farmacéuticas se efectúa con el objetivo de explorar las potencialidades de desarrollo de la ciencia genética en el proceso de descubrimiento de fármacos. Esto supone descodificar los genes para comprender las características genéticas asociadas a las diferentes enfermedades, a los efectos de que dicho entendimiento lleve a desarrollar nuevos medicamentos o tratamientos.

Como ejemplo de la búsqueda de oportunidades de crecimiento en el sector español, cabe mencionar la adquisición en 2012 por parte del Grupo Pikolín, especializado en equipos de descanso, del 100% del capital de la empresa de equipamiento hospitalario, asistencial y del hogar Industrias Hidráulicas Pardo. La compra de la compañía tuvo por objeto complementar la oferta del Grupo Pikolín, que tendrá además acceso a un nicho

de mercado, el segmento hospitalario y geriátrico, en el que Industrias Pardo ostenta una importante cuota de mercado.

Por otra parte, también se pueden conseguir oportunidades de crecimiento mediante el acceso a nuevos mercados. En este sentido, puede citarse el caso de la distribuidora española de bebidas Hijos de Rivera, que ha adquirido con este fin el 100% de la estadounidense Balearic Beverages Distributors, dedicada a la importación y distribución de los productos de Hijos de Rivera en Estados Unidos.

- **Conocimiento de los aspectos operativos del negocio adquirido.**

Los compradores estratégicos suelen contar con un profundo conocimiento de los negocios que adquieren, puesto que el objeto social del *target* está habitualmente relacionado con el suyo.

2.2. Fuentes de creación de valor cuando el adquirente es financiero

Baker y Smith (1998) describen las operaciones de LBO como una revolución dual, tanto desde el punto de vista financiero como de gobierno corporativo, lo cual se debe a una serie de factores, que se sintetizan en la Figura V, y se explicarán a continuación.

Figura V Fuentes de creación de valor (adquirente financiero)



Fuente: elaboración propia.

- **Carácter disciplinario de la deuda**

El alto endeudamiento en este tipo de operaciones obliga al equipo directivo a buscar la eficiencia en las decisiones operativas y de inversión, de modo que éstas generen flujos de caja para poder hacer frente a los intereses y amortizar la deuda. Los flujos de caja obtenidos son empleados con prioridad para pagar dichos conceptos, en vez de acometerse inversiones que puedan ser ineficientes, con el objeto de satisfacer motivaciones de poder de los directivos a expensas del valor para el accionista (Jensen, 1986).

Asimismo, debido al carácter disciplinario de la deuda, se suele reducir el gasto en I+D y las inversiones en capital, lo cual puede poner en riesgo la futura creación de valor.

- **Gobierno corporativo eficiente**

Se elimina la dicotomía existente entre la propiedad y el control, que es la fuente del conflicto de agencia. Los accionistas de la compañía adquirida tienen el control en el órgano de administración, y tienen el compromiso de generar altos retornos para que los fondistas puedan acometer el repago de la deuda. Su fracaso en el cumplimiento de estas obligaciones destruye la confianza en los especialistas en LBO, amenazando su viabilidad futura. Dicha amenaza supone para el especialista en LBO un incentivo para controlar al equipo directivo de la compañía adquirida.

Asimismo, se alinean los intereses entre el equipo directivo y la propiedad a través de enormes incentivos concedidos a los primeros a través de retribución en acciones, *stock options* y *ratchets*. La desviación respecto del comportamiento esperado también tiene un coste punitivo, puesto que no sólo implica la pérdida del puesto de trabajo, sino que también pierden las acciones de la compañía.

- **Focalización en la generación de flujos de caja y en la mejora del margen de negocio**

Los *private equities* suelen centrarse en la gestión de los aspectos *core* del negocio, de modo que en numerosas ocasiones proceden a la venta de activos no estratégicos de la compañía, con el objetivo de que el equipo directivo se centre en la gestión de los aspectos operativos.

- **Creación de valor a través de la “economía financiera”**

Puesto que el coste de los recursos ajenos es inferior al de los recursos propios, los *private equities* emplean altos niveles de endeudamiento en sus operaciones, creando más valor que un adquirente estratégico. Asimismo, los gastos financieros son deducibles fiscalmente en la mayoría de los regímenes fiscales de los Estados. No obstante, debemos tener en cuenta el artículo 20 del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, que limita la deducibilidad fiscal de los gastos financieros netos al 30 por 100 del beneficio operativo del ejercicio.

Según Harbula (2011, p. 3), la interacción entre la deuda y la calidad del gobierno corporativo es uno de los aspectos clave en el éxito de los fondos de capital riesgo.

A mayor abundamiento, una de las principales ventajas de los adquirentes financieros en comparación con los estratégicos consiste en que los primeros consiguen una financiación a un precio mejor debido a su proximidad y participación en los mercados financieros (Ivashina y Kovner, 2011, pp. 2462-2498).

- **Reducción de los costes de agencia entre los acreedores y los socios**

Esta fuente de creación de valor surge través del establecimiento de *covenants*, que son condiciones impuestas por las entidades financieras que en caso de incumplimiento, reducen el grado de autonomía del equipo directivo en la gestión de la compañía. Habitualmente, se expresan en términos de carácter financiero o cualitativo.

Asimismo, se estructura la deuda en tramos (deuda *senior*, deuda subordinada, obligaciones convertibles), y se establece un orden de prelación en su pago (Diamond, 1993).

- **Carácter temporal de la inversión**

Puesto que los negocios existentes en el portfolio de un *private equity* se adquieren con el objetivo de ser vendidos, permanecen en el punto de mira a lo largo del horizonte temporal de la inversión, y se encuentran bajo constante presión a la hora de evaluar sus resultados. De modo contrario, numerosas empresas poseen unidades estratégicas de negocio que al ser medianamente rentables no reciben atención prioritaria por parte del equipo directivo de las compañías.

Asimismo, según Barber y Goold (2007, pp. 54-56), puesto que toda inversión efectuada por un *private equity* posee un horizonte temporal, y por ello, una estrategia de salida, resulta posible medir con exactitud su rentabilidad. Este hecho posibilita la creación de incentivos para los directivos, lo cual alinea sus intereses con los de los fondistas.

4.2 Idoneidad del comprador

A lo largo del presente trabajo, se han puesto de manifiesto las principales diferencias existentes entre adquirentes financieros y estratégicos. A continuación, se va a tratar de determinar las principales fortalezas de cada grupo de compradores, con el objeto de determinar los factores de los que depende la naturaleza idónea del adquirente a los efectos de crear un mayor valor.

4.2.1 Principales fortalezas de los adquirentes estratégicos

En primer lugar, los compradores estratégicos poseen un profundo conocimiento del objeto social al que se dedica el target. En consecuencia, tradicionalmente se ha sostenido que presentan un perfil de carácter más idóneo para la compra de grandes empresas (Baker y Montgomery, 1994). Tal afirmación coincide con la primera hipótesis inicial.

No obstante, algunos fondos de capital riesgo han superado esta dificultad, diferenciándose de sus competidores a través de una estrategia de especialización en función del sector de las empresas objetivo. Otra estrategia que puede ser empleada por los *private equities*, la cual convierte a las sinergias en un factor de crecimiento importante, es la “*buy-and-build*” estrategia de compra. Su fundamento reside en que combinando una serie de negocios relacionados, la nueva entidad puede no solamente generar valor a través de sinergias, sino que también gana masa crítica para ser revendida a un comprador estratégico o para salir a bolsa.

En segundo lugar, afirman Gorbenko y Malenko (2012, p. 19) que los compradores estratégicos están dispuestos a pagar un precio superior que los *private equities* por compañías que posean las siguientes características:

- Ratios q^7 superiores a la media.
- Alto gasto en I+D.
- Necesidad de inversiones a corto plazo.

Este hecho se debe al carácter normalmente permanente que supone la inversión acometida por este tipo de compradores. En consecuencia, cabe afirmar que en los sectores intensivos en capital y con un elevado impacto del factor tecnológico, los adquirentes estratégicos presentan mayor idoneidad a los efectos de crear valor.

En este sentido, Gorbenko y Malenko (2012, p. 18) demuestran empíricamente que las empresas que operan en el sector biotecnológico son especialmente valoradas por los adquirentes estratégicos, puesto que poseen las características mencionadas *supra*. No obstante, la afirmación de Gorbenko y Malenko (2012) será cuestionada cuando se lleve a cabo el análisis del mercado de transacciones español entre 2009 y 2013.

En la misma tendencia que Gorbenko y Malenko (2012), en coherencia con la afirmación de Gorbenko y Malenko (2012) que sostiene que los compradores financieros otorgan una valoración inferior que los estratégicos a los *targets* que ofrecen mayores oportunidades de inversión, afirma Tàpies (1997, p. 15) que los sectores muy intensivos en capital o sometidos a cambios tecnológicos rápidos no son atractivos para los *private equities* por tres motivos, la imposibilidad de llevar a cabo inversiones excesivamente altas, el horizonte temporal limitado de su inversión, y la ausencia de voluntad de efectuar sucesivos desembolsos.

Otros dos sectores en los que los *private equities* actúan con escasa frecuencia son el inmobiliario y el bancario. En relación con el sector inmobiliario, afirma Tàpies (1997, p.15) que los *private equities* buscan adquirir actividades y no activos. No obstante, valoran la existencia de activos inmobiliarios presentes en compañías industriales que puedan ser enajenados para generar flujos de caja.

⁷ El ratio q relaciona el valor de mercado de una empresa con el valor real o de reposición de sus activos.

4.2.2 Principales fortalezas de los adquirentes financieros

En primer lugar, destaca la capacidad que ofrecen los *private equities* para identificar empresas con potencial de crecimiento. En coherencia con tal afirmación, afirman Gorbenko y Malenko (2012, p. 3) que los compradores financieros están dispuestos a pagar primas superiores a los estratégicos por *targets* que hayan sido ineficazmente gestionados y ofrezcan potencial de crecimiento. De este modo, Gorbenko y Malenko (2012) encuentran un subgrupo de empresas objetivo (que representan el 23 por 100 de la muestra analizada), en las que el comprador financiero está dispuesto a pagar un mayor precio.

La afirmación en virtud de la cual el capital riesgo ostenta una ventaja competitiva para identificar empresas con potencial crecimiento es coherente con los siguientes datos empíricos que evidencian los siguientes informes, tanto internos como de países de nuestro entorno internacional:

- En primer lugar, en España según el informe de la Asociación Española de Capital Riesgo de 2011, entre los periodos 2005 a 2008, las ventas incrementaron un 8 por 100 de media en las empresas participadas por *private equities*, mientras que sufrieron un descenso medio del 7,7 por 100 en el grupo de empresas comparables.

Es por ello que en España, en las operaciones en las cuales gran parte de las empresas participadas se encontraban en fase de expansión, gracias a la inversión del capital riesgo se han convertido en compañías de referencia y con presencia internacional. En el sector de la fabricación de envases, destaca la operación de Mivisa. En la rama de la hostelería, cabe citar la participación en AC Hoteles y Occidental Hoteles. En el sector sanitario, nos encontramos con las empresas Capio, Quirón y USP, y en el de comunicaciones con Ono.

- En segundo lugar, en Italia, el informe de la *Associazione Italiana Finanziarie Investimento Capitale di Rischio* de 2008 muestra unos resultados en la misma línea, puesto que en las inversiones realizadas en empresas maduras entre el periodo de estudio, entre 1999 y 2006, los ingresos aumentaron en un 13,1 por 100, mientras que en las que no hubo inversión de *private equities* aumentaron un 5,3 por 100.

- En tercer lugar, en el Reino Unido el informe de la *British Venture Capital Association* de 2008 evidencia que en el periodo 2001-2007, las ventas de las empresas en las que participó el capital riesgo se incrementaron en términos medios en un 8 por 100 anual, mientras que las empresas que componen el FTSE 1004 las incrementaron en un 6 por 100 anual.

- Por último, en Francia, el informe de la *Association Francaise des Investisseurs en Capital* del año 2010 pone de manifiesto que en dicho territorio, las PYMES participadas por el capital riesgo crecen al 9,8 por 100, mientras que las no participadas crecen al 3,2 por 100.

En segundo lugar, los *private equities* destacan por identificar las palancas estratégicas que conducen a un buen desempeño. Su objetivo principal es incrementar los ingresos, los márgenes operativos y el flujo de caja. La mejora de la eficiencia, tal y como se ha afirmado *supra*, surge de la interacción entre el carácter disciplinario de la deuda y la mejora del gobierno corporativo.

En tercer lugar, conviene tener en cuenta que los *private equities* cuentan con un profundo conocimiento de cómo se llevan a cabo los procesos de adquisición de compañías. Son conscientes del número de empresas que deben evaluar con carácter previo a iniciar negociaciones, así como de la probabilidad de éxito de una oferta. En consecuencia, han desarrollado disciplinados procesos que les previenen de formular ofertas inoportunas.

En cuarto lugar, son expertos en vender los negocios, de modo que encuentran compradores dispuestos a pagar un buen precio, o bien hacen una Oferta Pública de Venta. Las asunciones acerca del precio de salida son probablemente el factor más importante en la valoración de sus *targets*.

Por último, el carácter temporal de la inversión puede suponer un factor positivo para los adquirentes financieros cuando las empresas que han comprado no están generando valor, en tanto en cuanto ya han previsto *ex ante* una estrategia de desinversión.

No obstante, con el objeto de suplir el carácter permanente de la inversión para los adquirentes estratégicos, Barber y Goold (2007, pp. 56-58) sugieren al comprador estratégico un modelo de propiedad flexible (*flexible ownership*), en virtud del cual la compañía mantenga los negocios durante el periodo en el que supongan un valor añadido, a través de un buen desempeño y existan perspectivas de crecimiento, pero proceda a desinvertir cuando no se esté generando tal valor pretendido. De este modo, podrían obtener una ventaja potencial sobre los *private equities*, que en numerosas ocasiones no llevan a cabo estrategias con sus compañías del portfolio que podrían implementarse si mantuviesen sus inversiones durante un periodo más largo.

El modelo de propiedad flexible propuesto por Barber y Goold (2007, pp. 56-58) se ha visto reflejado en los últimos años en las estrategias de desinversión de las grandes empresas españolas. Ante la adversa coyuntura económica imperante a lo largo de los últimos años, las compañías han tratado de reducir su deuda y obtener liquidez.

En este sentido, ACS realizó cinco desinversiones a lo largo de 2012. Entre otras, desinvirtió en Extresol II, planta termosolar en la cual ostentaba un 93 por 100 del capital social (111,1 millones de euros), y en un holding que tenía la propiedad de siete líneas eléctricas en Brasil, y del 33 por 100 que poseía de Logitrén Inmobiliaria.

Por otra parte, en los últimos años, ha existido una tendencia en los adquirentes industriales consistente en sacar a bolsa algunas de sus filiales en el extranjero con el objeto de obtener liquidez sin perder el control. A lo largo del año 2012, se produjeron dos Ofertas Públicas de Venta de filiales de multinacionales españolas en el extranjero, para obtener liquidez en mercados bursátiles de carácter más favorable.

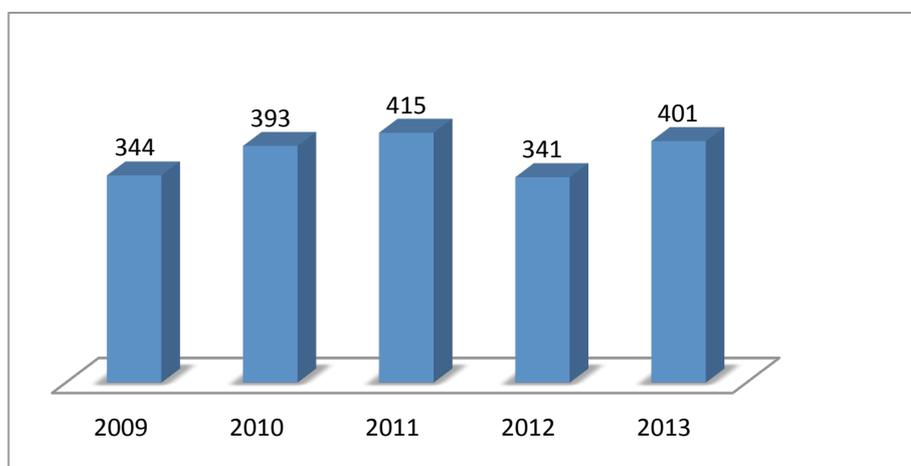
Siguiendo esta tendencia, Banco Santander sacó a Bolsa el 24,9 por 100 de su filial mejicana. Además, la compañía ha anunciado su intención de realizar una operación semejante en Reino Unido. Telefónica también ha adoptado esta estrategia, a través de la Oferta Pública de Venta del 23.17 por 100 de su filia alemana Telefónica Deutschland Holding.

4.3 Estado del mercado de transacciones en España

En el presente apartado, se va a llevar a cabo un análisis del mercado de transacciones en España entre los años 2009 y 2013. Puesto que no existen datos de carácter oficial acerca del mercado de transacciones español, se ha empleado la base de datos Mergermarket⁸, así como los informes de las compañías privadas Thomson Reuters, Deloitte, Price Waterhouse Coopers y Capital Corporation.

Si se realiza un análisis conjunto de las Figuras VI y VII, se observa que en el mercado español, los compradores industriales participan en un mayor número de adquisiciones. En el mismo sentido, la Figura VIII muestra que los *private equities* han participado a lo largo de los últimos cinco años en un rango de entre un 11 por 100 y un 16 por 100 de las transacciones empresariales registradas en la base de datos Mergermarket. En 2012, las operaciones de capital riesgo disminuyeron en un 37,5 por 100 respecto del año anterior, lo cual se explica, en gran medida, por la limitación comentada *supra* que se estableció en dicho periodo a la deducibilidad fiscal de los gastos financieros.

Figura VI. Volumen de transacciones en España



Fuente: elaboración propia.

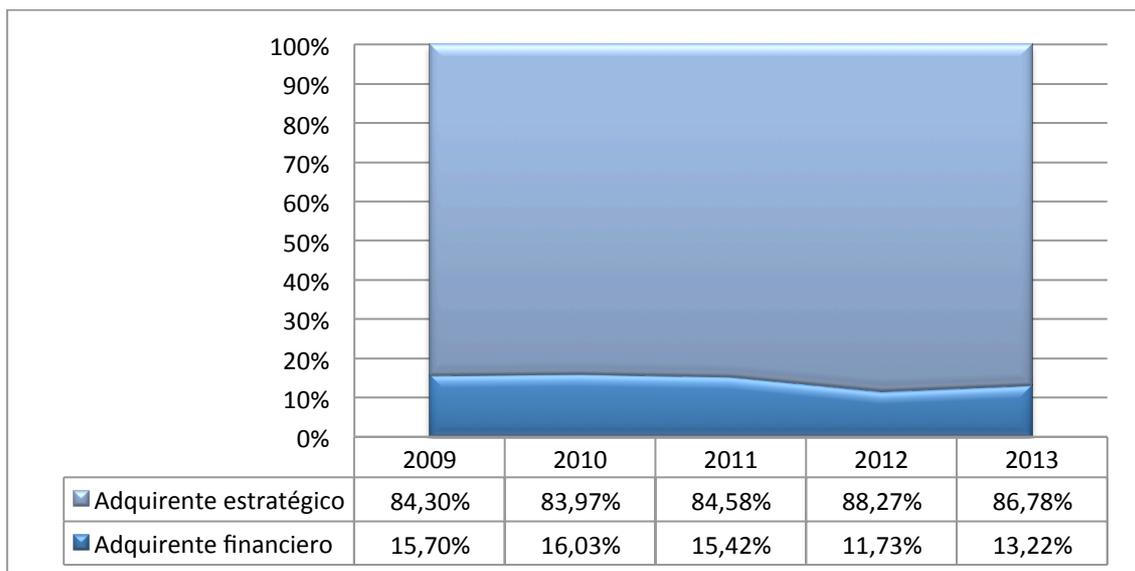
⁸ En el punto 7 (Anexos) se muestra la información principal de las transacciones acontecidas en el periodo analizado, clasificadas en función del año que fueron anunciadas y de la naturaleza del adquirente.

Figura VII. Volumen de transacciones en España según la naturaleza del adquirente



Fuente: elaboración propia.

Figura VIII. Proporción de adquisiciones en España según la naturaleza del adquirente

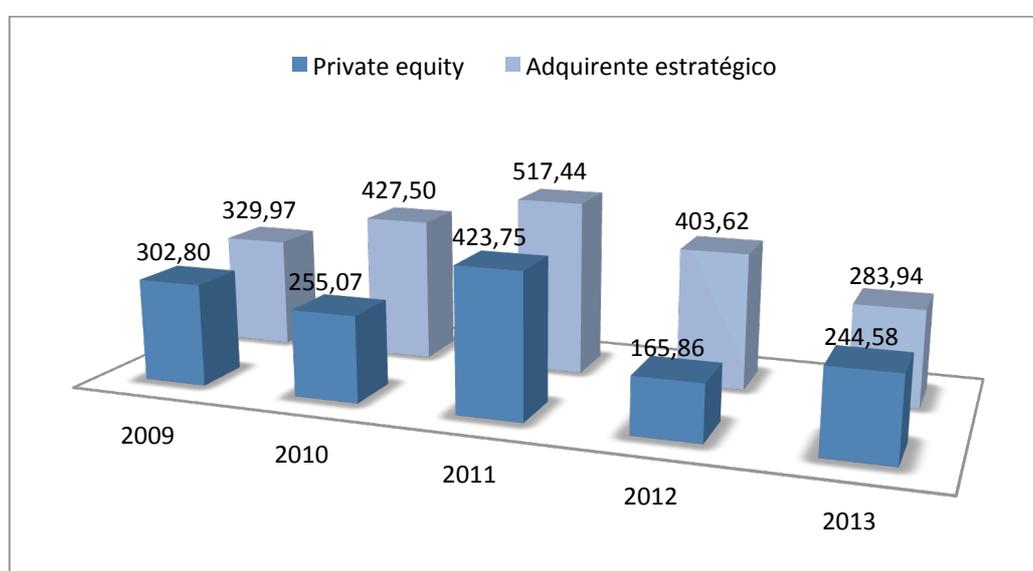


Fuente: elaboración propia.

Tal y como se ha establecido en el apartado de Metodología y Objetivos, la primera hipótesis de partida sostenía que los compradores industriales presentaban un perfil de carácter más favorable para la adquisición de grandes compañías, debido a la complejidad existente en la gestión de los aspectos operativos del negocio.

En este sentido, la Figura IX muestra que en España, el importe promedio de las transacciones lideradas por adquirentes estratégicos es notablemente superior a la de los compradores financieros a lo largo de todos los años del periodo analizado. Asimismo, las Figuras XV y XVI sintetizan la información principal de las diez operaciones de importe superior en los ejercicios 2011 y 2012. En ellas, se observa que solamente los compradores financieros participaron en dos⁹ de las diez operaciones de mayor importe en 2011 y en una¹⁰ en 2012.

Figura IX. Importe promedio de las transacciones (millones de dólares)



Fuente: elaboración propia.

En coherencia con la primera hipótesis de partida, a medida que disminuye la capitalización de las compañías adquiridas, aumenta la presencia de compradores financieros en las transacciones empresariales. Por ello, en el segmento medio¹¹, los adquirentes financieros gozan de mayor importancia que en el segmento alto, lo cual se puede observar en las Figuras XV y XVI¹². En este sentido, se aprecia que en el

⁹ En 2011, tal y como se muestra en la Figura XV, se efectuó la adquisición de Capio España por el fondo CVC Capital Partners y la adquisición de Mivisa por Accionistas Particulares; Blackstone; N+1 Private Equity Fund, ambas operaciones supusieron aproximadamente un importe de 900 millones de euros.

¹⁰ En 2012, se observa en la Figura XVI que solamente un comprador financiero lideró una de las diez operaciones de importe superior en dicho año, que se trató de la adquisición de Atento por Bain Capital.

¹¹ El segmento medio incluye las transacciones por un valor de entre 100 y 500 millones de euros.

¹² Se muestran en el apartado 7 (Anexos).

segmento medio, entre las diez transacciones de importe superior, seis de ellas fueron protagonizadas por adquirentes financieros en 2011 y cuatro de ellas en 2012. Tal hecho se refleja en las Figuras XVII y XVIII. Por lo tanto, se encuentra en dicho ámbito una mayor presencia del capital riesgo que en las adquisiciones de importe superior a 500 millones de euros.

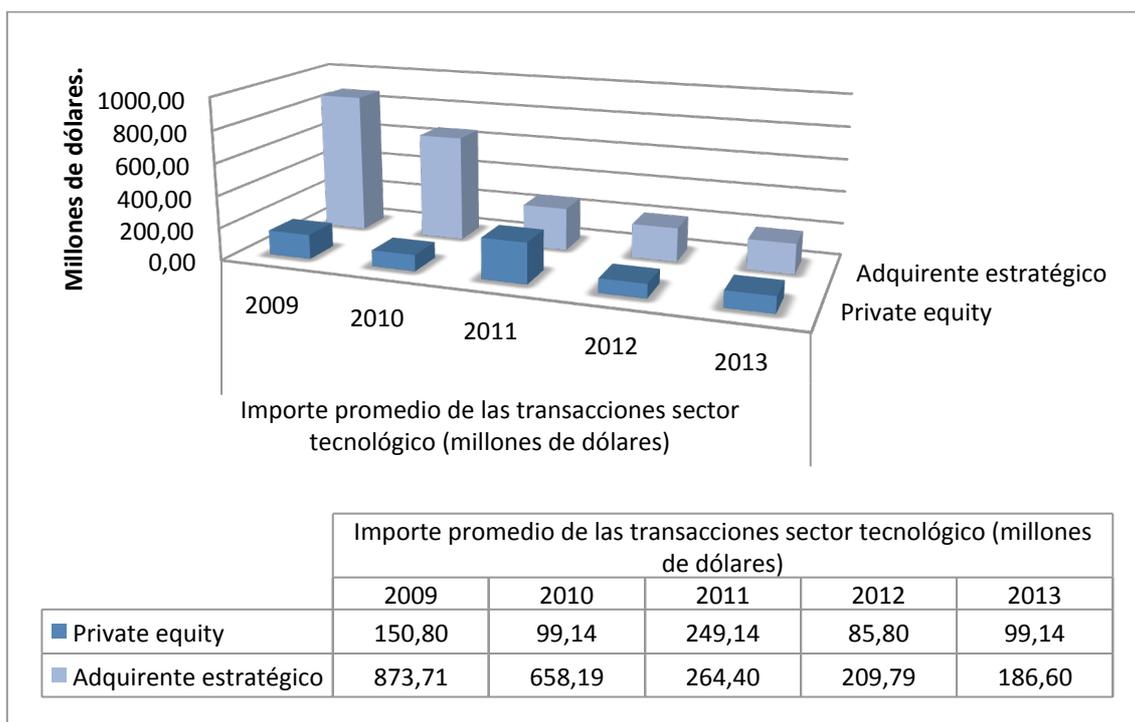
En consecuencia, cabe afirmar que en el mercado español, los adquirentes se comportan de acuerdo con la afirmación establecida por Baker y Montgomery (1994), la cual sostiene que los compradores industriales presentan un perfil más idóneo para adquirir compañías de gran tamaño.

Por otra parte, la segunda hipótesis enunciada sostiene que los adquirentes estratégicos presentan una mayor idoneidad para la compra de empresas del sector tecnológico¹³. Tal afirmación es defendida por Alemany y Martí (2006), Barber y Goold (2007), Gorbenko y Malenko (2012), Tàpies (1997). Es por ello que a continuación, se van a analizar las inversiones acometidas en el periodo objeto de análisis en el sector tecnológico, para determinar si esta premisa se cumple en el mercado español de transacciones empresariales.

En primer lugar, la Figura X muestra el importe promedio de las inversiones en empresas de base tecnológica, según el adquirente sea de tipo industrial o financiero. A lo largo del periodo analizado, se observa que durante todos los años, el tamaño de las empresas adquiridas es en media superior cuando el comprador es de carácter estratégico, lo cual resulta coherente con la primera hipótesis, que ha sido constatada *supra*. Sin embargo, se observa una tendencia decreciente en el importe de las inversiones en empresas del sector tecnológico llevadas a cabo por compradores industriales.

¹³ Se incluyen dentro del sector tecnológico los siguientes subsectores: biotecnológico, electrónico, Internet, tecnología y telecomunicaciones.

Figura X. Importe promedio de las transacciones en el sector tecnológico según la naturaleza del adquirente (millones de dólares)

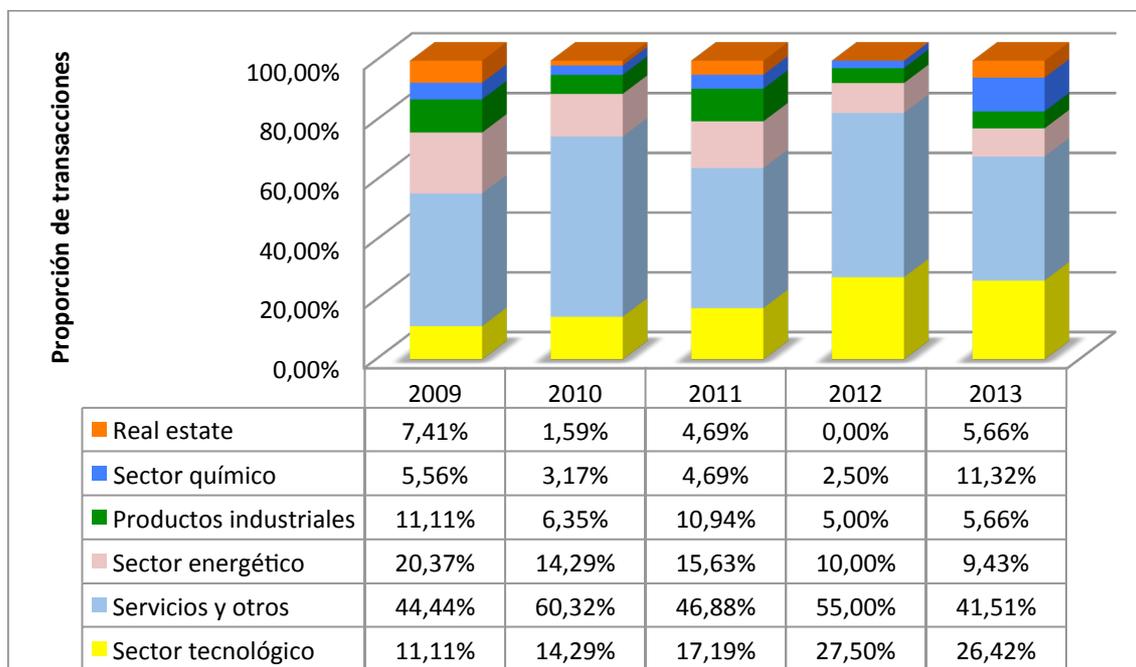


Fuente: elaboración propia.

Si estudiamos la política de inversión de los adquirentes financieros a lo largo de los últimos años, se puede apreciar una tendencia creciente en la importancia que están adquiriendo las empresas del sector tecnológico dentro de su cartera de compañías participadas.

La enunciada tendencia creciente en la compra de empresas de base tecnológica por *private equities* se pone de manifiesto en la Figura XI, que sintetiza en qué sectores se ha centrado la política de inversión de este tipo de adquirentes durante los cinco años pasados. A este respecto, mientras que en el año 2009 las compraventas de empresas de base tecnológica supusieron un 11,11 por 100 del volumen total de transacciones, en 2013, la inversión en compañías de este sector representa un total del 26,42 por 100 de las operaciones de capital riesgo. Las Figuras XII y XIII enfatizan tal incremento en la compra de empresas de base tecnológica por parte del capital riesgo, comparando los sectores de inversión de 2009 y 2013. Asimismo, se aprecia una decreciente inversión en empresas del sector energético, que se explica en virtud de las modificaciones legislativas introducidas.

Figura XI. Proporción de transacciones de *private equity* por sectores

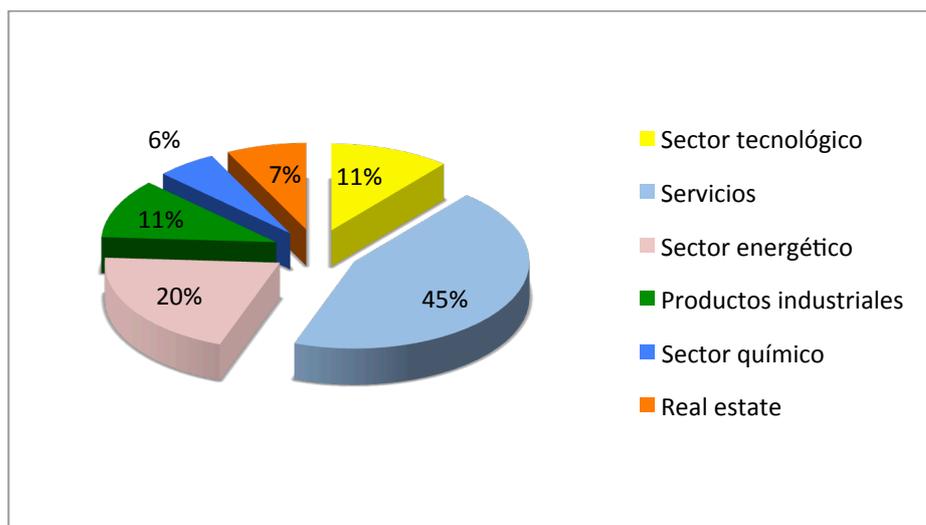


Fuente: elaboración propia.

A mayor abundamiento, también se observa en el último ejercicio analizado una creciente inversión, de 5 puntos porcentuales respecto de 2013, por parte de los *private equity* en el sector químico, que también se trata de una industria que requiere grandes necesidades de inversión y reúne las características enunciadas por Gorbenko y Malenko¹⁴ (2012), debido a las que se suele considerar que el comprador estratégico ofrece un perfil más idóneo.

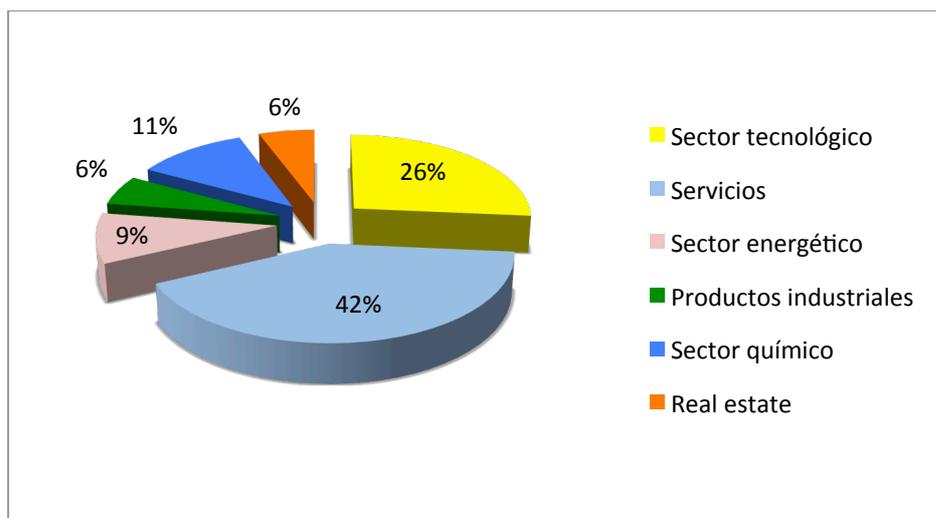
¹⁴ Ratios q superiores a la media, alto gasto en I+D y necesidades de inversión en el corto plazo.

Figura XII. Transacciones *private equity* por sectores en 2009



Fuente: elaboración propia.

Figura XIII. Transacciones *private equity* por sectores en 2013



Fuente: elaboración propia.

De un análisis del mercado de transacciones español en el sector tecnológico, se observa que los adquirentes industriales y financieros presentan unos perfiles de inversión de carácter divergente. Por una parte, los *private equities* centran sus inversiones en pequeñas y medianas empresas que ofrezcan potencial de crecimiento. Esta afirmación se ve respaldada por el Transactional Track Record del Mercado Ibérico (Thomson Reuters, 2013), que afirma que el 45 por 100 de las operaciones españolas de *private*

equity en el segmento bajo¹⁵ han estado vinculadas con el sector tecnológico¹⁶, en tanto en cuanto numerosos *venture capital* están apostando por pequeñas y medianas empresas de *seed capital* que ofrecen potencial de crecimiento. y para afrontarlo necesitan una inyección de capital. La tendencia creciente en la inversión en el sector tecnológico por los adquirentes financieros se ha visto influida por dos motivos:

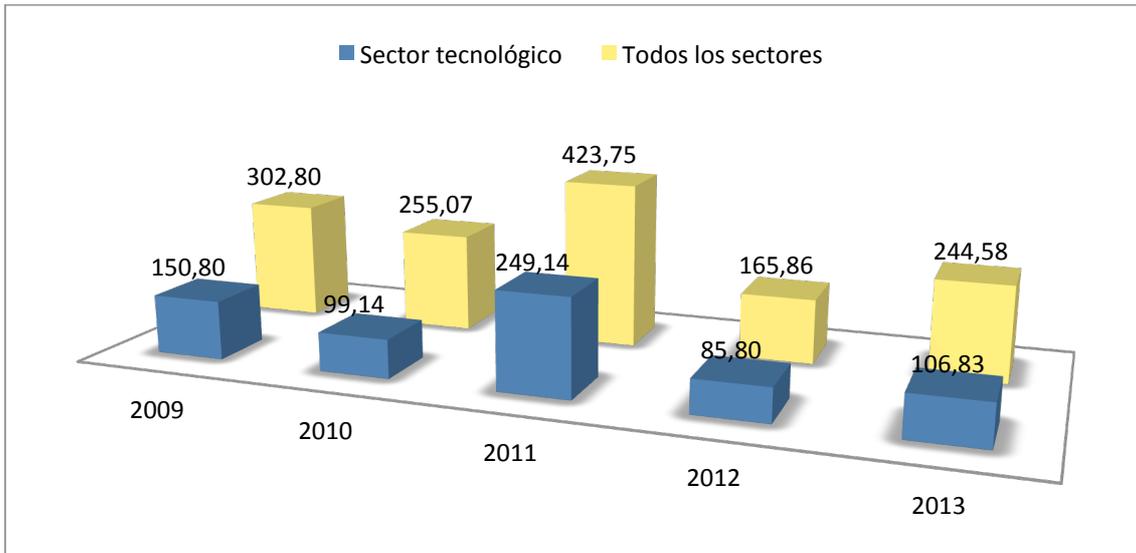
- Por la ausencia de crédito por parte de las entidades financieras en el contexto actual de crisis económica. Este factor ha sido determinante para que los compradores financieros hayan cobrado un papel determinante en el desarrollo de *start ups* de base tecnológica.
- Por el surgimiento de fondos de capital riesgo especializados en el sector tecnológico, que suponen un híbrido entre los adquirentes financieros y estratégicos. De este modo, pueden beneficiarse del profundo conocimiento que tienen de las compañías que adquieren e incluso generar sinergias entre ellas, al pertenecer éstas al mismo sector. Destacan los fondos Ysios Capital Partners, MPM Capital y Venrock Associates, en el sector biotecnológico y Uninvest para empresas de base tecnológica.

La inversión de los *private equities* en empresas de reducida dimensión se observa en la Figura XIV, que compara el importe promedio de las transacciones de capital riesgo con carácter general, es decir, incluyendo todos los sectores, con el importe de las adquisiciones de empresas de base tecnológica. Tal y como se aprecia en la Figura XIV, en todos los periodos objeto de análisis el importe promedio en el sector tecnológico es inferior a la inversión media sin tener en cuenta una clasificación sectorial.

¹⁵ El segmento bajo incluye las transacciones por importe inferior a 100 millones de euros.

¹⁶ En el segmento bajo, en el sector tecnológico cabe destacar la adquisición del fondo Minerva Capital del 60 por 100 de la empresa Genoclinics Biotech. Asimismo, cabe mencionar la compra efectuada por parte de los fondos de capital riesgo Ysios Capital Partners y las sociedades de inversión Fundació Vila Casas y JVRisk Technologies, de una participación minoritaria en Inbiomotion, por 2 millones de euros. Además, Caixa Capital Risc, e Invercaria, han adquirido parte el capital nLife Therapeutics con una inversión conjunta de 5 millones de euros.

Figura XIV. Importe promedio de las transacciones en *private equity* (millones de dólares)



Fuente: elaboración propia.

Por otra parte, los adquirentes estratégicos tienden a ofrecer una mayor idoneidad en la compra de compañías de base tecnológica de gran tamaño, debido a la gran complejidad existente en la gestión de este tipo de empresas. Tal patrón de comportamiento se refleja en la Figura X, en la cual se observa que los socios industriales invierten en compañías de base tecnológica de tamaño superior.

Por lo tanto, la segunda hipótesis de partida, en virtud de la cual el perfil de mayor idoneidad para la futura creación de empresas del sector tecnológico era el del comprador estratégico, debe ser matizada. Mientras que tal afirmación debe reputarse cierta cuando el *target* es una gran empresa que goza de una posición consolidada en el sector, en los casos de *start ups* y pequeñas y medianas empresas de base tecnológica, los *private equities* están adquiriendo un rol determinante en el desarrollo de este tipo de compañías, en la medida que se han convertido en la fuente de financiación que posibilita su viabilidad futura.

5. CONCLUSIONES

Tras el estudio efectuado a lo largo de la presente investigación, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- **PRIMERA. Los adquirentes estratégicos contribuyen en mayor medida a la creación de valor cuando la empresa objetivo pertenece al segmento alto.** Por lo tanto, se valida la primera hipótesis de partida, lo cual se explica en virtud de los siguientes motivos:
 - La profesionalización en la gestión que, como se ha visto, es una fuente de ventaja competitiva que introducen las firmas de capital riesgo en las empresas que adquieren, es un factor ya existente en las grandes empresas.
 - La compleja gestión de los aspectos operativos de las grandes empresas dificulta que los adquirentes financieros sean los inversores idóneos para maximizar el valor en este tipo de compañías.
 - Asimismo, puesto que estas compañías ya gozan de una posición consolidada en el sector en el que operan, suelen ofrecer menores oportunidades de crecimiento.

Tales afirmaciones son coherentes con los datos analizados en el mercado de transacciones español, en tanto en cuanto nos encontramos con una escasa presencia de este tipo de adquirentes en el segmento alto¹⁷.

¹⁷ Tal y como se ha analizado *supra*, en el año 2012, sólo hubo una inversión de un adquirente estratégico por importe superior a 500 millones de euros.

A *sensu contrario*, los *private equities* gozan de mayor relevancia en la adquisición de pequeñas y medianas empresas. Estos datos encuentran su fundamento en el hecho de que este tipo de empresas suelen ser de carácter familiar, y por ello se encuentran normalmente en una fase en la que no se ha iniciado un proceso de profesionalización. Es por ésta la razón por la cual en el denominado como sector bajo suele tener más sentido la entrada de un inversor financiero que lleve a cabo un proceso de profesionalización de la gestión y la prepare, en su caso, para una posterior venta a un inversor estratégico. Este caso ha acontecido en España con la empresa BioVex. Mientras que la inversión acometida por Ysios Capital Partners en 2008 fue de 70 millones de dólares, el *private equity* consiguió mejorar notablemente su gestión y venderla en 2012 al adquirente industrial Amgen por 1000 millones de dólares.

- **SEGUNDA. Los compradores financieros contribuyen en mayor medida a la creación de valor en la adquisición de pequeñas y medianas empresas del sector tecnológico.**

Como segunda hipótesis inicial, se ha partido de la premisa que afirmaba que los adquirentes estratégicos eran de carácter más idóneo que los financieros para la creación de valor en las industrias de base tecnológica y en las que requieren una mayor intensidad en capital.

A pesar de que la literatura existente¹⁸ defiende que los *private equities* no son el adquirente idóneo a los efectos de creación de valor cuando la compañía es de base tecnológica, a lo largo de los últimos años, en España se han acometido numerosas adquisiciones por este tipo de compradores de empresas del sector de la biotecnología y las comunicaciones, los cuales presentan base tecnológica y requieren grandes inversiones en capital¹⁹.

¹⁸ Alemany y Martí (2006), Barber y Goold (2007), Gorbenko y Malenko (2012), Tàpies (1997).

¹⁹ vid. *supra*.

De este modo, aunque tradicionalmente han liderado los socios industriales este tipo de operaciones, en la actualidad resultan atractivas para numerosos inversores financieros, puesto que ofrecen potencial de crecimiento y para poder afrontarlo, se necesita la inyección de capital. No obstante, la presencia de los *private equities* en el sector biotecnológico se centra en transacciones de importe inferior a los 100 millones de euros. Dicha tendencia se explica en virtud de que las *start-ups* pertenecientes a estos sectores requieren grandes inyecciones de capital para poder crecer, y en un contexto económico en el cual las entidades bancarias no conceden financiación, el capital riesgo se ha convertido en una fuente inyección de capital para este tipo de empresas.

Por lo tanto, la hipótesis de partida debe reputarse como cierta con carácter general, pero debe matizarse su extensión en el sector tecnológico para las empresas que operan en el segmento bajo y para la situación económica actual, en tanto en cuanto para ellas la llegada de inversores financieros les ha proporcionado la oportunidad de seguir creciendo.

Asimismo, la hipótesis inicial también debe ser matizada por el surgimiento de fondos de capital riesgo especializados en este tipo de sectores. Dichos adquirentes financieros suponen un híbrido entre los clásicos *private equities* y los socios industriales, dado que aplican las técnicas de gestión y mejora de la eficiencia de los primeros pero aportan un conocimiento profundo de las empresas que adquieren, al igual que los segundos.

En consecuencia, cabe sostener que se comienza a apreciar una tendencia cambiante en la premisa tradicional defendida *ab initio*, tanto por la necesidad de financiación de *start-ups* de base tecnológica como por el surgimiento de fondos de capital riesgo especializados sectorialmente.

- **TERCERA.** Se propone al mando de dirección de los adquirentes estratégicos la adopción de un papel de “gestores del valor del negocio”, imitando los siguientes comportamientos llevados a cabo por los adquirentes financieros:

- En primer lugar, deberán tratar de maximizar los flujos de caja de la compañía, en vez de centrarse en otros aspectos de carácter más contable como el beneficio por acción.
- En segundo lugar, deben adoptar una actitud racional a la hora de decidir las inversiones que llevan a cabo, evitando verse impulsados por motivaciones internas de carácter personal. Para ello, se recomienda el empleo de métodos analíticos de selección de inversiones similares a los utilizados por los compradores financieros.
- En tercer lugar, se sugiere la adopción del modelo de propiedad flexible o *flexible ownership* formulado por Barber y Goold (2007), en virtud del cual los socios estratégicos mantengan su inversión en los negocios que ofrezcan potencial de crecimiento y generen valor, pero procedan a venderlos cuando tal premisa no se cumpla. De este modo, los socios industriales adoptarán un horizonte temporal de la inversión cuando no se genere valor, pero podrán implementar estrategias en sus compañías del portfolio de las cuales los *private equities* no se pueden beneficiar, ya que el horizonte de salida se encuentra determinado *ab initio*.
- Por último, tal y como se ha enunciado *supra*, una de las ventajas competitivas principales de los adquirentes financieros consiste en la interacción existente entre el carácter disciplinario de la deuda y las mejoras introducidas en el sistema de gobierno corporativo de las compañías adquiridas. A estos efectos, los adquirentes industriales deben tratar de alcanzar dichos efectos a través de la búsqueda de

eficiencia en las decisiones operativas y de inversión, y de la imitación de la política retributiva de los socios financieros para sus directivos. De este modo, solucionarán los conflictos de agencia que puedan acontecer en sus compañías mediante la adopción de un sistema de incentivos para sus directivos que alinee los intereses de éstos con los de los accionistas.

6. BIBLIOGRAFÍA

Aleman, L., y Martí, J. (2005). Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms. EFA 2005 Conference. Moscú.

AFIC, y Ernst & Yong (2010). “Características et croissance des entreprises accompagnées par les acteurs français du capital investissement en 2010”. Paris

ASCRI (2011). “Impacto económico y social del Capital Riesgo en España”. Madrid

Axelsson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2007, August). Leverage and pricing in buyouts: An empirical analysis. *Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of Private Equity Market* disponible en SSRN: <http://ssm.com/abstract> (Vol. 1027127).

BVCA (2008). “The economic impact of Private Equity in UK”. Londres

Baker, G. P., y Smith, G. D. (1998). *The new financial capitalists*. Cambridge University Press.

Barber, F., y Goold, M. (2007). The strategic secret of private equity. *Harvard Business Review*, 85(9) pp. 53-61.

Brynjolfsson, E., y Kemerer, C. F. (1996). Network externalities in microcomputer software: An econometric analysis of the spreadsheet market. *Management Science*, 42(12), pp. 1627-1647.

CapCorp (2013). “Análisis de las Operaciones de Capital Riesgo y M&A en España”.

Chemmanur, T. J., Krishnan, K. y Nandy, D. (2011). How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface. *Review of Financial Studies*, 24(12), pp. 4037-4090.

Copeland, T. E., Koller, T., y Murrin, J. (1994). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Mckinsey & Company.

Croce, A., Martí, J. y Murtinu, S. (2012). The Impact of Venture Capital on the Productivity Growth of European Entrepreneurial Firms: 'Screening' or 'Value added' Effect?. *Journal of Business Venturing*, forthcoming. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1705225>.

Deloitte (2008). “Fondos. La actualidad del private equity en España”.

Deloitte (2012). “La actualidad de las transacciones corporativas en España”.

Diamond, D. W. (1993). Seniority and maturity of debt contracts. *Journal of Financial Economics*, 33(3), pp. 341-368.

Evans, F. C., y Bishop, D. M. (2002). *Valuation for M&A: building value in private companies* (Vol. 10). John Wiley & Sons.

Gorbenko, A., y Malenko, A. (2012). Strategic and financial bidders in takeover auctions. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1559481>.

Holl, P., y Pickering, J. F. (1988). The determinants and effects of actual, abandoned and contested mergers. *Managerial and Decision Economics*, 9(1), pp. 1-19.

Harbula, P. (2011). Operating performance, valuation, leverage, and corporate governance of leveraged buy-out transactions: a continental European perspective. *Valuation, Leverage, and Corporate Governance of Leveraged Buy-Out Transactions: A Continental European Perspective (July 1, 2011)*.

Ivashina, V., y Kovner, A. (2011). The private equity advantage: Leveraged buyout firms and relationship banking. *Review of Financial Studies*, 24(7), pp. 2462-2498.

Katz, M. L., y Shapiro, C. (1986). Technology Adoption in the Presence of Network Externalities. *Journal of Political Economy*. Vol. 94, N. 4. pp. 822 – 841.

Manzano, M. C. (2007). La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera. *Revista de Estabilidad Financiera*, pp. 35-52.

Mascareñas, J. (2005). Fusiones y adquisiciones de empresas. McGraw-Hill Interamericana de España.

Mueller, D. C. (1986). *Profits in the long run*. Cambridge University Press.

Pérez-Íñigo, J. M., y Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Ecobook.

Reed, S. F., Lajoux, A. R., y Nesvold, H. P. (1999). *The art of M&A: A merger acquisition buyout guide*. New York: McGraw-Hill.

Rumelt, R. P. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal*, 3(4), pp. 359-369.

Schmalensee, R. (1989). Intra-industry profitability differences in US manufacturing 1953-1983. *The journal of industrial economics*, pp. 337-357.

Sudarsanam, P. S. (1995). *The essence of mergers and acquisitions* (Vol. 230). Hemel Hempstead: Prentice Hall.

Tàpies, J. (1997). "Buy out" con participación de socio financiero. *Un análisis de la situación española 1989-1997*. IESE.

Thomson Reuters (2013). "Transactional Track Record. Guía M&A 2013".

7. ANEXOS

Figura XV. Transacciones de mayor importe en el segment alto en 2011

Target	Comprador	Vendedor	Importe (M€)
Bank Zachodni	Banco Santander	Accionistas Particulares AIB Group	4.293
Garanti Bankasi	BBVA	General Electric Company	4.200
Cepsa	IPIC	Accionistas Particulares	3.966
British Airways Iberia	-	-	3.700
Talecris	Grifols	Accionistas Particulares; Cerberus	2.800
Repsol YPF	Repsol YPF	Citibank España; ING Bank; Natixis; Société Générale Group; Crédit Agricole; Banco Santander; Sacyr Vallermoso; Bankia	2.572
Elektro	Iberdrola; Energía do Brasil EPC - Empresa Paranaense	Ashmore Energy International	1.636
Vidacaixa- Adeslas Seguros Generales	Mutua Madrileña Automovilista	CaixaBank (Criteria CaixaCorp)	1.075
Capio España	CVC Capital Partners	Capio; Nordic Capital; Apax Partners	900
Mivisa	Accionistas Particulares; Blackstone; N+1 Private Equity Fund	CVC Capital Partners	900

Fuente: elaboración propia.

	Adquirente financiero.
--	------------------------

Figura XVI. Transacciones de mayor importe en el segment alto en 2012

Target	Comprador	Vendedor	Importe (M€)
Cono Sur Participaciones	Enersis Chile	Endesa	4.501,74
Bankia; Banco Financiero y de Ahorros	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)	-	4.456
Brisa	Tagus Holdings	Abertis Accionistas Particulares	1.404,54
Banco Pastor	Banco Popular	-	1.362
China Unicom	China United Network Communications	Telefónica International	1.154,35
Heathrow Airport Holdings (BAA)	Qatar Holding	Ferrovial; Britannia Airport Partners GIC (Government of Singapore Investment Corporation)	1.105,38
Atento	Bain Capital	Telefónica	1.051
Banco Santander Colombia	CorpBanca	Banco Santander	984,14
Banca Cívica	CaixaBank (Criteria CaixaCorp)	-	977
Abertis	OHL	Admirabiiia	875,3

Fuente: elaboración propia.

	Adquirente financiero.
--	------------------------

Figura XVII. Transacciones de mayor importe en el segmento medio en 2011

Target	Comprador	Vendedor	Importe (M€)
Opodo	Permira; AXA Private Equity	Amadeus	500
Telvent	Schneider Electric	Abengoa	421
Jantus	CPFL Comercializaçao Brasil	Accionistas Particulares	420
MBNA España	Apollo Capital	Bank of America Merrill Lynch	400
Guascor	Dresser-Rand	Axis Participaciones Empresariales; Diana Capital; Accionistas Particulares	375
Compañía Logística de Hidrocarburos	AXA Private Equity	Disa	360
Bond Air Services	Inaer	Accionistas Particulares	340
Telecable de Asturias	Carlyle	Prensa Ibérica; Liberbank	340
BAA	Alinda Capital Partners	Ferrovial	325
Saba Infraestructuras	ProA Capital; Torreal; CaixaBank (Criteria Caixa Corp)	Abertis; CVC Capital Partners	311,5

Fuente: elaboración propia.

	Adquirente financiero.
--	------------------------

Figura XVIII. Transacciones de mayor importe en el segmento medio en 2012

Target	Comprador	Vendedor	Importe (M€)
Stahlwerk Thüeingens Gallardo Sections	CSN Steel	Grupo Alfonso Gallardo	482,5
Repsol Butano Chile	Larrain Vial; Accionistas Particulares	Repsol	438,42
Groupama Seguros	Inocsa; Grupo Catalana Occidente	Groupama	404,5
Eutelsat Communications	China Investment Corporation	Abertis telecom	385,2
BBVA Securities of Puerto Rico; BBVA PR Holding	Oriental Financial Group	BBVA	379,42
USP Hospitales	Doughty Hanson	Barclays Bank; Accionistas Particulares; RBS	355
Gasmedi	Air Liquide	Mercapital; Accionistas Particulares	330
FGP Topco	Stable Investment Corporation	Ferrovial	319,3
Endesa Ireland	Scottish Southern Energy	Endesa	286
Esmalglass	InvestCorp	Accionistas Particulares	280

Fuente: elaboración propia.

	Adquirente financiero.
--	------------------------

A continuación, se ofrece una relación de las transacciones llevadas a cabo entre 2009 y 2013, a partir de las cuales se han procedido a elaborar las Figuras que se muestran en el presente trabajo de investigación. Los datos se han obtenido a partir de la base de datos Mergermarket.

En las Tablas facilitadas, se muestran los siguientes datos:

- Fecha anunciada de la transacción.
- Empresa objetivo.
- Sector del *target*.
- País del *target*.
- Empresa adquirente.
- Sector del adquirente.
- País del comprador.
- Empresa vendedora.
- Sector del vendedor.
- Importe de la transacción (millones de dólares).