



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ANÁLISIS DE LAS PRINCIPALES FASES DE UNA OPERACIÓN DE PRIVATE EQUITY

Autor: Ignacio Gómez-Acebo López

Director: Susana de los Ríos Sastre

Madrid

Junio 2015

Ignacio
Gómez-Acebo
López

ANÁLISIS DE LAS PRINCIPALES FASES DE UNA OPERACIÓN DE PRIVATE EQUITY



ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1 OBJETIVOS	1
1.2 ESTADO DE LA CUESTIÓN	1
1.3 METODOLOGÍA	2
1.4 ESTRUCTURA DEL TRABAJO	2
1.5 LIMITACIONES	3
2. MARCO TEÓRICO	4
2.1 ENCUADRE DEL <i>PRIVATE EQUITY</i> Y LAS OPERACIONES DE <i>LBO</i> DENTRO DE LA INDUSTRIA DEL CAPITAL RIESGO	4
2.2 OPERATIVA DE UNA FIRMA DE <i>PRIVATE EQUITY</i>	5
2.3 FASES EXISTENTES EN UNA OPERACIÓN TIPO DE <i>LBO</i>	6
3. PRESENTACIÓN DE LAS OPERACIONES REALES	8
3.1 MIVISA	8
3.2 PARQUES REUNIDOS	9
3.3 ONO	9
4. FASES DE UNA OPERACIÓN DE <i>LBO</i>	11
4.1 IDENTIFICACIÓN DEL CANDIDATO PERFECTO	11
4.2 ESTRATEGIA DE ENTRADA	14
4.2.1 <i>Clases de LBO desde el punto de vista del comprador</i>	14
4.2.2 <i>Clases de LBO según la empresa adquirida</i>	16
4.2.3 <i>Estructura de capital</i>	18
4.3 GESTIÓN DE LA COMPAÑÍA	20
4.3.1 <i>Aumento de ventas</i>	20
4.3.2 <i>Reducción de costes</i>	23
4.3.3 <i>Racionalización de la inversión en capex</i>	25
4.3.4 <i>Alineación de los intereses del equipo directivo con los del Private Equity</i>	27
4.4 ESTRATEGIA DE SALIDA	31
5. CONCLUSIONES	35
BIBLIOGRAFÍA	38

Resumen

En el año 2014 la inversión de las compañías de *Private Equity* en Estados Unidos alcanzó los 116.000 millones de dólares, en Europa superó los 42.000 millones de euros y en España los 3.020 millones de euros. Estos niveles de inversión y las características de estas operaciones convierten a la industria del *Private Equity* en una de las más relevantes tanto a nivel económico como social. El presente trabajo realiza una descripción de las distintas fases existentes en una operación llevada a cabo por un *Private Equity*. El trabajo hace uso de una metodología cualitativa con un enfoque deductivo, utilizando tres de las operaciones de *Private Equity* españolas más relevantes de la última década para ilustrar cada una de las fases explicadas teóricamente. El trabajo identifica las acciones clave en cada una de las fases que pueden contribuir al éxito de la operación, pudiendo por ello tener una utilidad académica y servir como punto de partida para futuras investigaciones sobre el sector del *Private Equity*.

PALABRAS CLAVE: Private Equity, capital riesgo, LBO, Leveraged Buyout, compra apalancada, fases, inversión, desinversión, deuda, fondo.

Abstract

In 2014 the US Private Equity investment companies reached 116,000 million dollars, in Europe exceeded 42,000 million euros and in Spain 3,020 million euros. The investment levels and characteristics of these transactions make the Private Equity industry one of the most relevant both economically and socially. This paper describes the various existing phases in a Private Equity transaction. The paper uses a qualitative methodology with a deductive approach, using three of the most relevant Spanish Private Equity deals in the last decade to illustrate each of the phases explained theoretically. The paper identifies the key actions in each of the phases that can contribute to the success of the transaction and may therefore have an educational value and serve as a starting point for further research on the area of Private Equity.

KEY WORDS: Private Equity, LBO, Leveraged Buyout, phases, investment, divestment, leverage, debt, funds.

1. INTRODUCCIÓN

1.1 OBJETIVOS

El presente trabajo de investigación tiene como principal objetivo la descripción teórica de las distintas fases existentes en una operación llevada a cabo por un *Private Equity*, apoyándose en el análisis de tres de las operaciones españolas más relevantes de la última década. El trabajo analizará cada una de las fases de una operación tipo, desde la identificación de la empresa adquirida, hasta la venta de la misma. En concreto, se pretende identificar las acciones clave que se desarrollan en cada una de las fases.

1.2 ESTADO DE LA CUESTIÓN

La industria del *Private Equity* ha sido de gran interés para la comunidad financiera desde la década de los ochenta, momento en que aparecen las primeras grandes operaciones de *Leveraged Buyout (LBO)*. En el año 2000, el capital invertido en *Private Equity* globalmente superaba los 300.000 millones de dólares (Koscielecka y Moszoro, 2013). Con el estallido de la burbuja tecnológica las cifras se vieron seriamente reducidas. No obstante, la industria del *Private Equity* logró recuperarse. La crisis de liquidez que agitó el mundo en el verano de 2007 volvió a impactar de forma negativa a la industria, pero desde el año 2010 se ha vuelto a ver un crecimiento año tras año en los niveles de inversión.

En el año 2014 la inversión de las compañías de *Private Equity* en Estados Unidos alcanzó los 116.000 millones de dólares (Private Equity Growth Capital Council, 2015). En Europa superó los 42.000 millones de euros (EVCA, 2015). En España, esta cifra se situó en torno a los 3.020 millones de euros a través de más de 460 operaciones (ASCRI, 2015).

Estas cifras nos muestran la gran importancia que tiene este sector a nivel global y la relevancia de este trabajo de investigación en el que se van a analizar las distintas fases en qué consiste una operación tipo llevada a cabo por un fondo de *Private Equity*.

1.3 METODOLOGÍA

Para la realización del presente trabajo se va a utilizar una metodología cualitativa, con un enfoque deductivo. Se partirá de estudios realizados con anterioridad donde se identifican las distintas fases existentes en una operación tipo de un fondo de *Private Equity*. Una vez establecido el marco teórico, se analizarán tres operaciones reales con el objetivo de ilustrar los conceptos explicados de forma teórica para cada fase.

El enfoque deductivo vendrá por lo tanto dado por la observación de dichas operaciones reales. El análisis de los casos prácticos se realizará de forma conjunta con la exposición teórica de las distintas fases, favoreciendo la comprensión por parte del lector y facilitando la comparación entre los conceptos teóricos expuestos y lo sucedido en las operaciones reales.

1.4 ESTRUCTURA DEL TRABAJO

El trabajo se estructura en seis capítulos. En primer lugar se describen los objetivos principales del trabajo, el estado de la cuestión, la metodología empleada y las limitaciones del mismo.

El segundo capítulo del trabajo se centra en la exposición de un marco teórico, definiendo y aclarando conceptos claves como *Private Equity* o *LBO* e identificando las distintas fases de una operación tipo de *Private Equity*.

A continuación, en el tercer capítulo se presenta brevemente un resumen de los tres casos reales que serán utilizados para ilustrar la descripción teórica de cada una de las fases. En particular, las operaciones a considerar serán la adquisición y posterior venta de Mivisa por parte de CVC Capital Partners (2005-2010); la de Parques Reunidos por parte de Advent Internacional (2003-2007); y la de ONO por parte de JP Morgan Partners, Providence Equity, Quadrangle Capital y Thomas H. Lee (2005-2014).

El cuarto capítulo del trabajo, parte central del mismo, describe cada una de las fases mencionadas en el marco teórico y refuerza dicha descripción utilizando las operaciones reales presentadas.

El quinto capítulo lo ocuparán las principales conclusiones alcanzadas en la realización de dicho trabajo.

Finalmente, se incluye la bibliografía con el detalle de todas las fuentes empleadas.

1.5 LIMITACIONES

El marco teórico y la descripción de las fases existentes en una operación de *Private Equity* se ha realizado haciendo uso de una gran variedad de literatura existente. No obstante, la información relativa a las operaciones reales, al ser operaciones privadas, no es tan extensa. Las firmas de *Private Equity* no suelen compartir la información relativa a sus transacciones para no debilitar su posición en futuras transacciones.

2. MARCO TEÓRICO

2.1 ENCUADRE DEL *PRIVATE EQUITY* Y LAS OPERACIONES DE *LBO* DENTRO DE LA INDUSTRIA DEL CAPITAL RIESGO

De forma general, podemos definir la industria de Capital Riesgo como una forma alternativa de financiación y una potente herramienta de crecimiento económico. Más concretamente, el Capital Riesgo consiste en la inversión directa en el capital de compañías no cotizadas de forma temporal. Dependiendo de la fase de desarrollo de la empresa en la que se invierte, hablaríamos de *Venture Capital* o de *Private Equity*. Mientras que el *Venture Capital* invierte en empresas que están en sus primeros ciclos de vida, es decir, de reciente creación o en fase de expansión, los *Private Equity* invierten en empresas maduras y con gran potencial de crecimiento (Aizenman y Kendall, 2012).

Una característica esencial de las operaciones de *Private Equity* es su estructura de capital fuertemente apalancada. Por ello, en muchos casos estas operaciones reciben el nombre de *Leveraged Buyout (LBO)* o compra apalancada. De hecho, algunos autores abogan por usar indistintamente los términos *Private Equity* y *LBO*. Por ejemplo, Kaplan y Stromberg (2009:121) usan ambos términos para referirse a aquellas “operaciones en que un fondo especializado adquiere una participación mayoritaria del capital de una compañía madura aportando una pequeña parte del precio de adquisición mediante capitales propios y un gran porcentaje del mismo mediante deuda”. Va a ser precisamente esta concepción la que utilizaremos a lo largo del trabajo, usando indistintamente los términos *Private Equity* y *LBO*. No obstante, el término *Private Equity* ó *LBO* va tener para nosotros una concepción más amplia pues nos referimos no sólo a la estructura de capital de la adquisición sino a todo el proceso desde que el *Private Equity* realiza la inversión hasta la venta de la compañía y la consecuente materialización de la rentabilidad obtenida con la operación.

En definitiva, las operaciones de *Private Equity* ó *LBO* a efectos del presente trabajo se refieren a aquellas operaciones en que un fondo de *Private Equity* adquiere una participación mayoritaria del capital de una compañía madura con el objetivo de

gestionarla durante un periodo de aproximadamente cinco a ocho años para después vender su participación y obtener una plusvalía. El uso de una alta proporción de deuda en la adquisición de la compañía será también una característica esencial de la operación.

2.2 OPERATIVA DE UNA FIRMA DE *PRIVATE EQUITY*

Las firmas de *Private Equity* son aquellas que captan capital de inversores, principalmente institucionales, con el objetivo de constituir distintos fondos a través de los cuales invertir temporalmente en el capital de empresas maduras con alto potencial de crecimiento (Kaplan y Stromberg, 2009).

Los fondos constituidos se diferencian entre ellos según el destinatario de sus inversiones o el tamaño de las mismas. De esta manera, existen fondos enfocados en determinadas industrias, geografías o en función del volumen de las inversiones a realizar.

Los fondos suelen tener una duración fija de entre diez y trece años. La idea es que las firmas de *Private Equity* utilicen los primeros cinco años para invertir el capital captado, y los siguientes cinco a ocho años para gestionar las compañías adquiridas y salir de las inversiones, devolviendo a los inversores del fondo el capital aportado inicialmente junto con la rentabilidad obtenida (Kaplan y Stromberg, 2009).

El presente trabajo va a partir de la premisa de que la firma de *Private Equity* ya ha logrado constituir los fondos, y debe empezar a invertir los capitales captados con el objetivo de obtener una determinada rentabilidad.

Además, una vez entendido que los fondos son los vehículos a través de los cuales las firmas de *Private Equity* realizan sus inversiones, es preciso mencionar que a efectos de este trabajo, se referirá a las firmas de *Private Equity* tanto por su propio nombre como con los términos *Private Equity* o fondo de *Private Equity*.

Hoy en día, las firmas más importantes que se dedican a esta actividad son, entre otras, Blakstone, Carlyle y KKR. Además, los grandes bancos de inversión como J.P. Morgan, Goldman Sachs o Morgan Stanley han comenzado a constituir fondos especializados en *Private Equity*.

2.3 FASES EXISTENTES EN UNA OPERACIÓN TIPO DE LBO

A continuación se van presentar las distintas fases existentes en una operación tipo de *LBO* llevada a cabo por un fondo de *Private Equity*. Como se ha mencionado en el apartado anterior, partimos del supuesto en que la firma de *Private Equity* ya ha conseguido captar los fondos necesarios y debe empezar a invertirlos.

Para su identificación, se ha hecho uso del trabajo de distintos autores que analizan estas operaciones (Kaplan y Stromberg, 2009; Berg y Gottschalg, 2005; Loos, 2005; Mascareñas, 2011). Las fases identificadas son las siguientes:

1. **Identificación del candidato perfecto:** una operación típica de *LBO* empieza por tratar de identificar aquellas empresas que cumplan con todas las condiciones necesarias para ser candidatas idóneas a ser adquiridas por el fondo de *Private Equity*.
2. **Estrategia de entrada:** la siguiente fase es la relativa a adquirir la compañía elegida. En esta fase las operaciones se diferencian según el tipo de comprador o el vendedor. Además, el uso de una alta proporción de deuda en la adquisición de la compañía va a ser una característica esencial de la operación.
3. **Gestión de la compañía:** la fase relativa a la gestión de la compañía va a ser también muy importante, ya que el *Private Equity* suele tener unos planes de crecimiento y mejora operativa con unos objetivos muy ambiciosos que deben ser alcanzados. Dentro de esta fase, se distinguen distintas medidas que el *Private Equity* tratará de implementar para alcanzar sus metas:
 - Aumento de las ventas
 - Reducción de costes
 - Racionalización de la inversión en *capex* (*capital expenditure*)
 - Alineación de los intereses del equipo directivo con los del *Private Equity*

4. **Estrategia de salida:** Al cabo de unos cinco a ocho años y esperando haber cumplido los objetivos previstos, el fondo debe salir de su inversión. La salida de estas inversiones es evidentemente uno de los aspectos más importantes de la operación, ya que va a determinar la rentabilidad final que se obtenga con la transacción. En general, los fondos tienen tres elecciones para salir de dicha inversión: vender la compañía a un comprador estratégico, es decir, a un comprador no financiero; vender la empresa a otro fondo de *Private Equity*; o sacar la empresa a bolsa. Un estudio realizado por Kaplan y Stromberg (2009) muestra como la salida más común es la venta a un comprador estratégico, seguido de la venta a otro fondo de *Private Equity* y en último lugar realizar una oferta pública de venta.

3. PRESENTACIÓN DE LAS OPERACIONES REALES

En este apartado se presentarán brevemente los tres casos reales seleccionados que se utilizarán en el capítulo siguiente para ilustrar la descripción de cada de una de las fases existentes en una operación tipo de *LBO*.

Las tres operaciones en cuestión son la de Mivisa, Parques Reunidos y ONO.

3.1 MIVISA

CVC Capital Partners (CVC) es uno de los mayores *Private Equity* del mundo, con más de 300 inversores institucionales y con un *track record* de más de 71.000 millones de dólares invertidos en *Private Equity* desde su fundación en 1981 (CVC, 2015).

Mivisa es una empresa española fabricante de envases metálicos de alta calidad destinados para su uso en la industria alimentaria conservera. Actualmente es un referente a nivel mundial, con seis fábricas en España y cuatro en el extranjero (Mivisa, 2015).

En 2005, CVC adquirió Mivisa por 520 millones de euros. Mivisa, líder en su sector en España y con una gran presencia en el mercado europeo, era entonces propiedad de otros dos *Private Equity*, PAI Partners y Suala Capital. PAI Partners y Suala Capital habían obtenido una rentabilidad excelente de su inversión, en la que entraron en 2001 por 300 millones de euros. Aún así, CVC veía en Mivisa un candidato perfecto para realizar un *LBO*.

Desde su adquisición, CVC potenció la internacionalización de Mivisa, implementando un ambicioso plan de crecimiento y aumentando la eficiencia de la compañía de forma considerable.

De esta manera, cinco años después, en 2010, CVC vendió Mivisa a otros dos *Private Equity*, Blackstone y Dinamia, por 900 millones de euros.

3.2 PARQUES REUNIDOS

Advent International (Advent) es uno de los grandes *Private Equity* a nivel mundial, con un *track record* de más de 27.000 millones de dólares invertidos en más de 290 compañías desde su fundación en 1984 (Advent International, 2015).

Parques Reunidos es una empresa española dedicada a la gestión de parques de ocio. Actualmente es un líder a nivel mundial, con 56 parques en doce países de Europa y América (Parques Reunidos, 2015).

En 2003 Advent adquirió Parques Reunidos por 160 millones de euros. Parques Reunidos era entonces una empresa cotizada en bolsa, por lo que supone una operación de las conocidas en inglés como “*public-to-private*”, sacándola de su cotización en bolsa.

Advent sustituyó al equipo directivo de Parques Reunidos, y alineando los intereses de los directivos junto con el de los accionistas, desarrolló una clara estrategia de crecimiento e internacionalización.

Tras cuatro años de gestión, en 2007 Advent vendió la compañía a otro fondo de *Private Equity*, Candover Investments, por cerca de 900 millones de euros.

3.3 ONO

ONO es una empresa de telecomunicaciones española (actualmente una filial de Vodafone España) que ofrece de manera integrada servicios de televisión, telefonía y acceso a internet a través de su red de banda ancha por fibra óptica.

La operación de ONO difiere un poco del esquema que hemos visto en los otros dos casos, en los que un *Private Equity* adquiere el 100% de una compañía para gestionarla y después venderla.

En este caso, en 2005 ONO adquirió Auna Telecomunicaciones TLC por 2.251 millones de euros, convirtiéndose en la compañía de cable más importante de España. Para realizar dicha adquisición, ONO tuvo que realizar una ampliación de capital y dar entrada a cuatro fondos de *Private Equity* que se harían de manera conjunta con el control de la compañía, más específicamente, con el 54% de la misma. Los fondos en

cuestión fueron JP Morgan Partners, Providence Equity, Quadrangle Capital y Thomas H. Lee, cuatro firmas de *Private Equity*, líderes a nivel mundial y con presencia en una gran variedad de países. Dicha operación valoraba la compañía en 2005 en 4.500 millones de euros (ONO, 2005).

Los *Private Equity* implementaron un plan de negocio a cinco años que fue demasiado ambicioso. En 2008 la compañía estuvo muy cerca de entrar en concurso de acreedores y fue ahí, precisamente, cuando los *Private Equity* decidieron cambiar al equipo directivo. Este nuevo equipo implementó de forma exitosa un nuevo plan estratégico, que concluyó con la venta de la compañía a Vodafone en 2014 por 7.200 millones de euros.

Como hemos visto, esta operación no sigue las pautas habituales de una operación de *LBO*, sobre todo en lo relativo a la entrada de los *Private Equity*. Esta entrada en vez de darse por una adquisición directa de una participación mayoritaria de la compañía, se dio a través de una ampliación de capital y diluyendo al resto de accionistas. No obstante, si que consideramos que es un *LBO* por el elevado nivel de apalancamiento al que se sometió a la empresa. En el momento de adquirir Auna Telecomunicaciones, ONO amplió capital por valor de 1.000 millones de euros, suscrito por los *Private Equity* mencionados, y emitió deuda por valor de 3.500 millones de euros (ONO, 2005). Además, aunque ninguno de los *Private Equity* se hizo con una participación de control de forma individual, al asociarse y alcanzar entre todos ellos dicha participación mayoritaria, la operación encaja perfectamente en nuestra definición de operación de *LBO*.

4. FASES DE UNA OPERACIÓN DE LBO

En este capítulo se van a analizar las distintas fases existentes en una operación de *LBO* llevada a cabo por un fondo de *Private Equity*. Como se ha mencionado anteriormente, se va a partir del supuesto en que la firma de *Private Equity* ya ha conseguido captar los fondos necesarios y debe empezar a invertirlos.

De forma conjunta con la explicación de cada una de las fases, se analizará cómo se han llevado a cabo las mismas en cada uno de los tres casos reales presentados en la sección anterior.

Como breve recordatorio, las principales fases existentes en una operación de este tipo son:

1. Identificación del candidato perfecto
2. Estrategia de entrada
3. Gestión de la compañía
4. Estrategia de salida

4.1 IDENTIFICACIÓN DEL CANDIDATO PERFECTO

A la hora de llevar a cabo una operación de *LBO*, los *Private Equity* suelen buscar aquellas empresas que cumplan con unos parámetros determinados. En general, suelen gozar de cierta flexibilidad en cuanto a la industria o el ámbito geográfico en el que fijarse. Por ello, no suelen precipitarse y dedican una gran variedad de recursos hasta que identifican aquella empresa que cumpla con las condiciones necesarias. El candidato perfecto para una operación de *LBO*, en general, debe cumplir con los siguientes parámetros (Mascareñas, 2011; Espejo-Saavedra y Ortega, 2006):

- **Líder en su sector o con una marca bien reconocida y posicionada.** Una marca fuerte genera barreras de entrada y establece las bases para un buen potencial de crecimiento.
- **Potencial de crecimiento a través de iniciativas estratégicas.** El *Private Equity* debe observar que existen distintas vías de crecimiento, ya sea mediante una estrategia de “*buy and build*” consistente en adquirir otras empresas de su

mismo sector y beneficiarse de las sinergias, o simplemente mediante el crecimiento de su cuota de mercado o el lanzamiento de nuevos productos.

- **Oportunidad para reducir costes.** Los *Private Equity* son especialistas en reducir costes al máximo posible, ya sea reduciendo el aparato burocrático existente en la empresa (Child y Rodrigues, 2010), o incluso mejorando la eficiencia operativa de la empresa a través de la gestión de tesorería u otras medidas.
- **Generación de flujos de caja estables y recurrentes.** Esta va a ser una de las principales características que debe tener un buen candidato para una operación de *LBO*, ya que si la empresa es capaz de generar flujos de caja de manera estable, los bancos estarán más dispuestos a aportar deuda para financiar la compra, pues la posibilidad de impago se reduce considerablemente. Con la generación de flujos de caja de forma estable, se va repagando deuda, lo que conlleva un aumento del valor del capital aportado por el *Private Equity*.
- **Equipo de gestión sólido.** Un buen equipo de gestión es esencial para el éxito de la operación. Normalmente el *Private Equity* se encarga de los aspectos financieros y estratégicos, delegando la gestión del día a día de la empresa al equipo de gestión (Gómez y Tapia, 2008). No se requiere que la empresa a adquirir cumpla con este requisito en el caso de un *Management Buy In*, operaciones en las que el *Private Equity* reúne a un equipo directivo externo para sustituir al existente.
- **Clara estrategia de salida.** El *Private Equity* debe analizar si en un futuro no muy lejano (de cinco a ocho años) va a poder encontrar una buena salida a su inversión. Tendrá que plantearse de antemano si este negocio puede ser de interés para algún comprador, tanto industrial como financiero, o si podrá sacarlo a bolsa.

En relación con la operación de Mivisa, CVC veía en ella una empresa líder en su sector, con un gran potencial de crecimiento, unos flujos de caja estables y un equipo de gestión sólido y bien valorado. Este último aspecto se observa en el hecho de que CVC decidió mantener al consejero delegado de Mivisa junto con su equipo directivo. Además, su principal objetivo era lograr la expansión internacional de Mivisa para así

seguir creciendo, tanto de forma autónoma como mediante futuras adquisiciones (CVC, 2015). También vieron una gran oportunidad para reducir costes, como analizaremos más adelante en la fase de gestión de la compañía. Por lo tanto, consideraban que Mivisa cumplía con todos los requisitos que debe tener el candidato perfecto para una operación de *LBO*.

En cuanto a Parques Reunidos, Advent consideraba que se trataba de un buen candidato debido a que era una empresa líder en su sector pero que había estado rindiendo por debajo de sus posibilidades durante los últimos años (Advent International, 2015). Por lo tanto, consideraban que tenía un gran potencial de mejora operativa. En este caso el factor del equipo de gestión sólido no afectó a Advent, ya que realizaron lo que se conoce como un *Management Buy In*, tal y como se detallará en la fase de adquisición. En definitiva, Advent veía a Parques Reunidos como un buen candidato porque tenía una buena marca y fuerte presencia en el mercado, junto con un gran margen de mejora, tanto de reducción de costes como de eficiencia operativa.

En la operación de ONO, los cuatro *Private Equity* en cuestión que entraron en su accionariado en 2005, lo hicieron porque consideraban que con la adquisición de Auna, ONO se iba a establecer como el líder indiscutible en España en televisión por cable y acceso a internet de alta velocidad, sector con un gran margen de crecimiento en España. Por lo tanto, pensaban que una vez adquirida esa posición, ONO iba a tener un gran potencial de crecimiento.

En conclusión, una vez analizados los distintos casos, se puede establecer que los distintos requisitos expuestos teóricamente que debe tener un buen candidato a una operación de este tipo, los más importantes serán aquellos relativos a ser un líder en su sector, con un gran potencial de crecimiento y con una oportunidad de reducir costes o mejorar la eficiencia de la compañía. Además, en la práctica se observa como no es siempre necesario que las empresas adquiridas cumplan con todos y cada uno de los requisitos mencionados. Si la empresa en cuestión deja de cumplir con alguno pero es sólida en los demás, podría igualmente llegar a ser una buena candidata.

4.2 ESTRATEGIA DE ENTRADA

Una vez identificada la empresa adecuada para adquirir, el *Private Equity* se debe hacer una serie de preguntas en cuanto a cómo debe llevarse a cabo la entrada. En primer lugar, es preciso señalar las distintas clases de operaciones según quien sea el comprador o el vendedor, además de analizar la estructura de capital adecuada para la adquisición.

4.2.1 Clases de *LBO* desde el punto de vista del comprador

Desde el punto de vista del comprador, existen dos grandes clases de operaciones: los *MBO* (*Management Buy Out*) y los *MBI* (*Management Buy In*).

Las primeras hacen referencia a que el equipo directivo de la empresa adquirida es quien tiene la iniciativa para llevar a cabo dicha adquisición. Es decir, acuden a inversores externos con el fin de obtener fondos suficientes para adquirir la empresa de la que ellos son directivos. Desde luego, ellos también tendrán que poner parte del precio de compra, y pasarán a ser accionistas de la empresa a la vez que directivos (Barber and Goold, 2007). Este tipo de operaciones solían ser las habituales, pero como consecuencia del aumento de la competitividad entre las entidades de *Private Equity*, la identificación de las empresas a adquirir ha pasado a ser tarea del propio *Private Equity* (Gómez y Tapia, 2008).

En cuanto a las operaciones de *MBI*, estas se refieren a aquellas ocasiones en que el *Private Equity* reúne a un equipo de gestión externo para hacerse con el control de la compañía y sustituir a los directivos. La iniciativa puede haber surgido tanto del *Private Equity* como del equipo directivo externo. Son aquellas situaciones en que la empresa ofrece unas perspectivas positivas de crecimiento, pero el equipo directivo no cumple con los niveles mínimos de competencia, o no está interesado en participar en la operación (Gómez y Tapia, 2008).

En la práctica, la mayoría de las operaciones están a caballo entre las dos clases antes definidas. El *Private Equity* capta los fondos suficientes para realizar la adquisición y después decide si mantener al equipo de gestión existente, pues puede haber sido una de las razones por las que ha decidido adquirir la empresa, o decide nombrar a un nuevo

equipo de gestión. También, y lo que es más común, puede dejar a algunos miembros del equipo existente para aprovechar la información y experiencia que estos tienen en esa empresa, y nombrar a otros directivos externos que aporten la experiencia que han desarrollado en otras empresas.

Es preciso mencionar que aparte de las operaciones de *MBO* y *MBI*, existen otros tipos de operaciones de *LBO* desde el punto de vista del comprador, aunque no se suelen dar de forma tan habitual. Estas son la *LEBO* (*Leveraged Employee Buy Out*) donde la compra la realizan los empleados de la empresa, o la *IBO* (*Institutional Buy Out*) en las que la compra se realiza mediante un proceso de subasta liderado por el *Private Equity* en el que ofrecen a los futuros directivos una participación minoritaria de la empresa adquirida (Gómez y Tapia, 2008).

En el caso de Mivisa se produjo una combinación de *MBO* y *MBI*, manteniendo al consejero delegado, Tomás López, pero introduciendo a un nuevo presidente ejecutivo, Santiago Ramírez, que fuera capaz de implantar la estrategia de crecimiento planeada. De esta forma, CVC se estaba beneficiando de las ventajas de tener a una persona que conoce la empresa muy a fondo, y de aquellas relativas a introducir la experiencia de profesionales que han trabajado en operaciones similares en otras compañías.

En cuanto al caso de Parques Reunidos, este supone la definición perfecta de un *Managment Buy In*, ya que fueron precisamente un grupo de directivos cualificados liderados por Richard Golding los que se acercaron a Advent y le propusieron la idea de invertir en Parques Reunidos. Richard Golding había tenido éxito recientemente en una operación similar, por lo que Advent aceptó y adquirió la compañía, colocando a Golding y su equipo al frente de la misma (Advent International, 2015).

Con respecto al caso de ONO, los cuatro *Private Equity* entraron en el accionariado de ONO en el 2005 pero no realizaron cambios en el equipo directivo hasta 2008, momento en que la compañía estaba al borde del concurso de acreedores. Esta operación no se encuadra estrictamente en ninguno de los casos de *MBI* ni *MBO*, ya que el cambio del equipo directivo se realizó con posterioridad a la inversión inicial.

Por lo tanto, se puede concluir que la decisión de apoyarse en el equipo directivo existente o en un equipo externo a la hora de realizar la adquisición es muy importante,

pero no debe primar ninguna de las dos sobre la otra. En todo caso, dependerá de si la solidez del presente equipo de gestión es una de las razones por las que el *Private Equity* se ha fijado en la compañía o si, al contrario, el *Private Equity* conoce el potencial de la compañía pero no confía en el equipo directivo actual.

4.2.2 Clases de *LBO* según la empresa adquirida

Desde el punto de vista de la empresa adquirida, existen tres grandes tipos de operaciones de *LBO*: aquellas en las que la empresa adquirida es una división de una empresa más grande, aquellas en las que la empresa adquirida es una empresa privada familiar o propiedad de otro *Private Equity*, y aquellas en las que se adquiere una empresa que cotiza en bolsa excluyéndola de dicha cotización.

En aquellas en las que se adquiere una división de una empresa, el problema principal son los costes de agencia que venían perturbando a dicha unidad de negocio, ya que probablemente los directivos de dicha división tenían unos objetivos distintos a los de la empresa en su conjunto (Amess, Meuleman, Scholes y Wright, 2008). Los costes de agencia se definen precisamente como la diferencia entre los intereses de los directivos y de los accionistas, debido a la diferencia de información entre ambos. Por ello, la aparición de un *Private Equity* puede servir de gran ayuda a la hora de alinear los intereses entre el equipo de gestión y los accionistas, que en este caso será el *Private Equity*. Otro problema que puede solucionar la entrada de un *Private Equity* en una división de una empresa es la reducción del gran aparato burocrático existente en las grandes empresas, que dificulta la comunicación con los directivos de las distintas áreas (Child y Rodrigues, 2010).

En cuanto a las operaciones en las que la empresa adquirida no cotiza en bolsa y no es una unidad de negocio de otra empresa, normalmente se suele tratar de empresas familiares o de empresas propiedad de otro *Private Equity*. En ninguna de ellas existirán los problemas de agencia vistos anteriormente. No obstante, las empresas familiares pueden querer ser vendidas al no encontrar ningún sucesor o al haberse distribuido la propiedad de la empresa entre demasiados miembros, para así mantener la unidad. Por último, en el caso en que la empresa adquirida es propiedad de un *Private Equity*, la operación se suele llamar “segundo *LBO*” (Kaplan y Stromberg, 2009). La idea recae en

que el *Private Equity* que vende tiene que deshacer su inversión porque los inversores así lo exigen o se le han agotado las estrategias para seguir creciendo, mientras que el *Private Equity* que compra tiene la confianza de que cambiando al equipo de gestión y aportando su experiencia, la empresa aún tiene un gran recorrido de crecimiento.

En este sentido, la operación de Mivisa supone el ejemplo más claro de un “segundo *LBO*”, ya que CVC adquirió la compañía a PAI Partners y Suala Capital, dos *Private Equity*.

En cuanto a Parques Reunidos, esta operación fue el primer caso en España en que un *Private Equity* adquiría una empresa que cotizaba en bolsa y la sacaba de su cotización, conocido en inglés como una operación de “*public-to-private*”. Advent lanzó una OPA por Parques Reunidos a finales de 2003 por 6,25 euros por acción, cuando el precio de cotización rondaba los 5,55 euros. Se les estaba ofreciendo una buena prima a los accionistas, por lo que Advent no tuvo problema en obtener una gran aceptación y hacerse con el control de la compañía (Cinco Días, 2003).

En cuanto al caso de ONO, este no se enmarca de forma clara en ninguno de los supuestos teóricos enunciados. En el momento de la ampliación de capital mediante la cual los cuatro *Private Equity* se hacen con el control de la compañía, el accionariado de ONO está formado tanto por otros *Private Equity*, como por bancos o empresas industriales. Los *Private Equity* no adquirieron una división de una compañía ni una empresa en sí a otro *Private Equity* o a un grupo familiar, sino que acudieron a una ampliación de capital y se terminaron haciéndose con el control de la compañía (ONO, 2005).

En conclusión, se puede establecer que existen tres grandes tipos de operaciones desde el punto de vista del comprador: aquellas en las que la empresa adquirida es una división de una empresa más grande, aquellas en las que la empresa adquirida es una empresa privada familiar o propiedad de otro *Private Equity*, y aquellas en las que se adquiere una empresa que cotiza en bolsa excluyéndola de dicha cotización. No obstante, como se ha analizado en el caso de ONO, los *Private Equity* pueden hacerse con el control de una compañía de otras formas. Lo importante a estos efectos va a ser

que los *Private Equity* se hagan con una participación mayoritaria de la compañía en cuestión.

4.2.3 Estructura de capital

Otra de las decisiones importantes a adoptar por el *Private Equity* a la hora de adquirir una compañía es qué parte del precio de adquisición va a aportar como fondos propios y qué parte lo va a hacer mediante deuda. Como ya se ha visto, las operaciones de *LBO* consisten en pedir prestada la máxima deuda posible y aportar una reducida parte como fondos propios. No obstante, el nivel de apalancamiento estará condicionado principalmente por los activos de la empresa adquirida y por los flujos de caja que se espere genere ésta (Mascareñas, 2011).

El hecho de aportar una gran parte del precio de adquisición como deuda va a tener múltiples efectos en la empresa adquirida.

El primero consiste en que a medida que va aumentando la deuda de la empresa su coste de financiación medio va reduciéndose, ya que en general el coste de la deuda es menor que el coste del capital aportado por los accionistas, y además es deducible de impuestos. De hecho, hay quien afirma que el hecho de tratar de optimizar la estructura de capital de la empresa de tal forma que se logre disminuir el coste de capital neto, es una de las maneras más conocidas de crear valor en las operaciones llevadas a cabo por los fondos de *Private Equity* (Berg y Gottschalg, 2005). No obstante, los *Private Equity* deben tener cuidado, ya que un sobreendeudamiento, que es lo que ocurre en algunas ocasiones, conllevaría el aumento de su coste medio de financiación, ya que el coste del capital aportado por los accionistas aumentaría considerablemente al tener que soportar un mayor riesgo debido al alto nivel de apalancamiento.

Un efecto positivo del alto apalancamiento es el hecho de que los directivos de la empresa van a estar presionados por dicha deuda, ya que van a tener que atender pagos de principal e intereses. Esto va a contribuir a reducir la discrecionalidad de dichos directivos, que tendrán que usar el dinero de la empresa de la forma más eficiente posible (Kaplan y Stromberg, 2009).

Asimismo y como hemos mencionado, a medida que aumenta el apalancamiento de la empresa, se reducen los impuestos a pagar, ya que en España como en otros muchos países, los intereses de deuda son deducibles de impuestos. De hecho, algunos autores establecen que el único beneficio de dicho apalancamiento es el beneficio fiscal (Berg y Gottschalg, 2003).

Por lo tanto, podemos observar como la estructura de capital es de gran importancia, ya que va a tener sus efectos en el coste de financiación total de la empresa, en la labor de los directivos y en el ahorro de impuestos. Además, como es lógico, cuanto más se logre endeudar la adquisición, menos aportará el *Private Equity* como fondos propios, resultando más sencillo aumentar la rentabilidad de la operación.

Por último, en cuanto al coste de la deuda, los *Private Equity* tienen una gran experiencia en el mercado de deuda, y suelen tener buenas relaciones con los bancos y demás prestamistas. Esta experiencia les permite negociar con los bancos bajo la premisa de su propia reputación. Como consecuencia, logran conseguir deuda a unos precios que las compañías por si solas no serían capaces (De Fontenay, 2014).

En conclusión, el *Private Equity* en esta fase de adquisición tratará de endeudar la operación al máximo posible. Hoy en día se suele aportar en torno a un 60% del precio de adquisición como deuda y un 40% como fondos propios del *Private Equity* (Private Equity Growth Capital Council, 2015). No obstante, hace algunos años estas operaciones lograban endeudarse a un nivel de hasta el 90%, aportando el *Private Equity* únicamente un 10% como fondos propios.

En la operación de Mivisa, CVC adquirió la compañía por 520 millones de euros en 2005, de los que 396 millones de euros fueron deuda. Por lo tanto, logró aportar como fondos propios únicamente un 24% del precio de adquisición, aportando como deuda por lo tanto un 76% del mismo (Mivisa, 2005).

En el caso de ONO, en 2005 adquirió Auna Telecomunicaciones, para lo que amplió capital por valor de 1.000 millones de euros, suscrito por los cuatro *Private Equity* que se harían con el control de la compañía, y emitió deuda por valor de 3.500 millones de euros (ONO, 2005). Estos datos nos muestran el alto nivel de apalancamiento al que se sometió a la empresa en el momento de entrada de los *Private Equity*.

No se han obtenido datos al respecto de la operación de Parques Reunidos.

4.3 GESTIÓN DE LA COMPAÑÍA

Una vez analizadas las fases de identificación del candidato perfecto y de la estrategia de entrada, la siguiente fase relevante en una operación de *LBO* llevada a cabo por un *Private Equity* es la relativa a la gestión de la misma. Esta va a ser una fase crucial, pues se trata normalmente de un periodo de cinco a ocho años donde el *Private Equity* va a tratar de implementar su plan de negocio de forma exitosa, para poder obtener el mejor precio de venta posible en la siguiente y última fase.

Esta fase relativa a la gestión de la compañía va a estar clasificada según las distintas medidas y objetivos que el *Private Equity* va a tratar de alcanzar durante la duración de la misma.

Por lo tanto, vamos a proceder al estudio de esta fase centrándonos en los siguientes aspectos:

- Aumento de ventas
- Reducción de costes
- Racionalización de la inversión en *capex*
- Alineación de los intereses del equipo directivo con los del *Private Equity*

4.3.1 Aumento de ventas

Una vez se ha adquirido la empresa, el *Private Equity* debe analizar y establecer una nueva estrategia para la empresa adquirida, de tal forma que se pueda potenciar su crecimiento. Algunos ejemplos de estrategias adecuadas son la expansión internacional, el lanzamiento de nuevos productos o la que se conoce como “*buy and build*”, que se explicará más adelante. La participación de profesionales con mucha experiencia en la industria favorece esta labor.

Un estudio realizado por ASCRI (2012), muestra como las empresas participadas por fondos de *Private Equity* son capaces de aumentar su cifra de ventas considerablemente más que otras empresas similares que no hayan recibido tal inversión. Dicho estudio

establece que el crecimiento medio de las ventas de las empresas propiedad de *Private Equity* en Francia, Reino Unido y España es del 8%, mientras que el de las comparables no participadas por *Private Equity*, aunque difiere mucho según el país, no pasaba del 3%.

Además, ese mismo estudio llevado a cabo por ASCRI (2012) nos muestra como la adquisición de una empresa por un fondo de *Private Equity* tiende a favorecer su internacionalización. Normalmente los directivos de las compañías no participadas por *Private Equity* suelen mostrarse más reacios a la internacionalización, ya que no se encuentran familiarizados con el proceso. No obstante, los profesionales que se dedican a la industria del *Private Equity* tienden a mostrar un mayor interés en aumentar el número de países en que la empresa está presente, ya que lo ven como una vía más de crecimiento.

Otra estrategia que siguen los *Private Equity* para lograr alcanzar este crecimiento es la conocida como “*buy and build*”, que hace referencia a adquirir una compañía que tenga un equipo y una infraestructura desarrolladas, para después empezar a adquirir distintas empresas que se consoliden junto con la primera y de esta manera ir creciendo beneficiándose de posibles sinergias. Este tipo de estrategias son muy atractivas hoy en día, ya que los *Private Equity* no disponen de mucho tiempo para hacer crecer las ventas, y en una estrategia de “*buy and build*” consiguen hacerlo de forma más rápida (Schwerdtfeger, 2014).

En el caso de Mivisa, CVC adquirió la compañía porque tenía un equipo de gestión excelente pero a la vez creían que podían contribuir a renovar la estrategia de la empresa para así lograr un crecimiento notable. De esta forma, ayudando a los directivos y aportando su propia experiencia, CVC logró que las ventas de Mivisa pasasen de 268 millones de euros en 2005 a 500 millones de euros en 2008 (Mivisa, 2005; Mivisa, 2008). Dicha estrategia de crecimiento viene principalmente apoyada por la internacionalización de la compañía. Mivisa era una empresa líder en su sector en España, pero CVC se dio cuenta de que para seguir creciendo era preciso expandirse internacionalmente. En solo 18 meses esta estrategia les permitió poner en funcionamiento tres nuevas fábricas, en Holanda, Hungría y Marruecos. De esta forma

lograron ser mucho más eficientes que antes, ya que lograron situar las fábricas cerca de los clientes para minimizar los costes de transporte. Esto es algo de gran importancia en la industria, ya que las latas ocupan mucho espacio pero por dentro están vacías. Al final lograron un modelo de negocio único, ya que tenían las fábricas de producción en España de forma centralizada, y contaban con fábricas de montaje en Europa y África en lugares estratégicos cerca de los clientes, lo que les permitía establecer unos precios inalcanzables para sus competidores.

En cuanto a Parques Reunidos, Advent aumentó las ventas de la compañía desde 85 millones de euros en 2003 hasta 194 millones de euros en 2006 (Parques Reunidos, 2003; Parques Reunidos, 2006). Principalmente lograron dicho aumento en ventas siguiendo una estrategia de “*buy and build*”, adquiriendo durante esos cuatro años ocho diferentes parques en siete países distintos. En concreto, se podría establecer que llevaron a cabo una estrategia de “*buy and build*” principalmente internacional. Además, lograron doblar la cifra de gasto medio por visitante, una métrica realmente importante para esta industria (Advent International, 2015).

En cuanto al caso de ONO, la entrada de los *Private Equity* se dio en 2005 pero la compañía no empezó a funcionar de la forma esperada hasta 2008, fecha en la que hubo un cambio en la dirección y por lo tanto también en la estrategia de la empresa. El equipo directivo se dio cuenta de que la compañía debía dejar de construir más red por todo el país y empezar a invertir en la red ya construida, con el objetivo de lograr un producto mejor que el de la competencia. De esta manera, lograron mejorar su red existente y ofrecer a sus clientes 50 megas reales de internet mediante la fibra óptica. Esto supuso una revolución en el mercado, ya que ningún otro operador ofrecía más de 10 megas. De esta manera, ONO logró recuperarse y empezar a ganar cuota de mercado de forma considerable.

En definitiva, el aumento de ventas es uno de los objetivos que se suelen fijar los *Private Equity*, pero se puede alcanzar de formas muy diversas. Además, hay ocasiones en que las ventas no crecen, pero una importante reducción de costes, como veremos a continuación, o algún otro factor, puede contribuir a que la operación sea un éxito.

4.3.2 Reducción de costes

Otro de los objetivos claros de un *Private Equity* cuando adquiere una compañía, y en ocasiones el más importante, es la reducción de los costes de la misma. En el caso en que el *Private Equity* pasa a tomar el control de una unidad de negocio de otra empresa, normalmente la reducción de costes se observa de forma clara. Todo el aparato burocrático existente en las empresas tradicionales no va a existir en el *Private Equity*. La unidad adquirida va a ser una empresa por si sola y no va a necesitar el soporte y los gastos relativos a las oficinas centrales, como era el caso cuando formaba parte de una gran empresa. Además, el *Private Equity* va a apoyar la gestión de la empresa adquirida de forma directa, sin que haya de por medio un costoso aparato burocrático (Mascareñas, 2011; Child y Rodrigues, 2010).

Otra de las formas en que los *Private Equity* logran reducir los gastos operativos es mediante la venta de las unidades de la compañía que no se consideran esenciales. Esto se analiza junto con la nueva estrategia que ha sido desarrollada, y puede llegar a ser una fuente importante de reducción de costes (Amess, Girma, Weir y Wright, 2009).

En cuanto al personal, es cierto que los fondos de *Private Equity* no dudarán en despedir al personal que no sea estrictamente necesario y aporte valor a la empresa. No obstante, el hecho de lograr un crecimiento para la compañía hace que en ocasiones los *Private Equity* tengan un impacto positivo en el empleo. Se ha criticado a los fondos de *Private Equity* por despedir empleados de forma masiva en las empresas adquiridas para así conseguir reducir costes y aumentar la productividad. Un estudio realizado por Davis, Haltiwanger, Jarmin, Lerner y Miranda (2011) nos muestra como es cierto que las empresas adquiridas por un *Private Equity* suelen despedir a más empleados el mismo año de la compra. No obstante, el crecimiento del negocio que se lleva a cabo en estas empresas favorece el hecho de abrir nuevos establecimientos o comprar otros, generando una gran cantidad de empleo, por lo que finalmente el efecto puede ser positivo.

La reducción de costes se observa de forma clara en todas las operaciones de *Private Equity*. Por ejemplo, en el caso de Mivisa, cuando CVC la adquirió, ésta era una empresa con demasiado personal, por lo que en un inicio tuvieron que despedir a unos

200 empleados de los 2.000 totales con los que contaba la empresa. Esto supuso un aumento considerable de la productividad, ya que aún teniendo menos personal mantuvieron los niveles de producción, o incluso los aumentaron. No obstante, conforme el plan de crecimiento que CVC había puesto en marcha empezó a dar sus frutos, se volvió a crear empleo, acabando en la fecha de la venta con algo más de los 2,000 empleados iniciales. Por lo tanto, como hemos visto anteriormente de forma teórica, no se puede generalizar que los *Private Equity* destruyan empleo, ya que en ocasiones pueden afectar de forma positiva al mismo por la vía del crecimiento. Además, a través de su modelo de negocio único que hemos concretado anteriormente, Mivisa fue capaz de reducir considerablemente sus costes, sobre todo aquellos relativos al transporte y distribución.

En el caso de Parques Reunidos, la reducción de costes también se observa claramente. Además de las reducciones de personal, es preciso mencionar que Advent logró reducir considerablemente los costes a través de un plan estratégico mediante el cual decidieron acortar las temporadas de apertura de los parques. El nuevo equipo directivo fue capaz de identificar que había días en que los parques estaban abiertos pero sin que acudiese suficiente gente a los mismos como para cubrir sus costes.

En cuanto a ONO, el principal ahorro de costes vino por la vía de reducción de personal. Cuando entró el nuevo equipo directivo en 2008, ONO contaba con 4.000 empleados, mientras que al vender la compañía a Vodafone en 2014 la empresa contaba con 2.500. Esta reducción de personal permitió a ONO convertirse en una empresa más manejable en la que los equipos iban a ser más ágiles y con un mayor nivel de decisión y autonomía. Otra de las formas mediante la cual lograron reducir considerablemente los costes fue renovando su estrategia de distribución y optimizando el uso de internet. El equipo directivo se dio cuenta de que vender por internet era mucho menos costoso que hacerlo en tiendas. Además, el cliente de ONO es primordialmente internauta, por lo que conoce perfectamente como usar dicho canal de distribución.

En conclusión, la reducción de costes es un elemento esencial en una operación de *Private Equity*. En ocasiones, es una de las razones primordiales por las que el *Private Equity* se decide a adquirir una compañía. Gestionando el personal y cancelando

inversiones que no sean primordiales para la estrategia de la empresa se puede obtener una empresa mucho más eficiente y aumentar los flujos de caja de la compañía.

4.3.3 Racionalización de la inversión en *capex*

Dentro de la fase de gestión de la compañía nos encontramos también con la inversión en *capex*. El *capex* o *capital expenditure* hace referencia a la inversión en activo fijo. Se refiere tanto a la adquisición o mejora de los activos productivos tales como edificios, maquinaria o vehículos, con el fin de aumentar la capacidad o eficiencia de una empresa. Los *Private Equity* en su afán de reducir costes, podrían disminuir el *capex* para lograr aumentar el flujo de caja a corto plazo, pero de esta manera podrían comprometer los flujos de caja futuros, ya que una falta de inversión en activos fijos puede acabar llevando a un estancamiento o decrecimiento (Kaplan y Stromberg, 2009).

Algunos estudios (Pham y Saphiro, 2008; Aldatmaz y Brown, 2013) muestran que las empresas adquiridas por fondos de *Private Equity* no solo no reducen su inversión en *capex* tras la adquisición, sino que la incrementan y de forma considerable, ya que los planes de crecimiento impuestos para las mismas así lo requieren. En el estudio de Pham y Saphiro (2008), se analizó el comportamiento de 53 empresas americanas adquiridas por *Private Equity*, y resultó que un 85% de las mismas aumentó su *capex* tras la adquisición, siendo la media de crecimiento de dicha inversión para las 53 empresas de un 14.6% por año. Por otro lado, la media de crecimiento del *capex* para el total de las empresas americanas no participadas por *Private Equity* en ese mismo periodo fue de 3.5% por año.

El estudio realizado por Aldatmaz y Brown (2013) no solo muestra que las empresas adquiridas por *Private Equity* suelen realizar importantes inversiones en *capex*, sino que también contribuyen a que el resto de empresas de su entorno tiendan a hacer lo mismo. El estudio muestra como en aquellas industrias y países donde tienen mucha influencia los *Private Equity*, todas las empresas, tanto las participadas por *Private Equity* como las que no, tienden a aumentar más su inversión en *capex* año a año.

Por lo tanto, no se puede generalizar que las empresas participadas por *Private Equity* inviertan más o menos en *capex* que el resto, pero lo que si que es una realidad es que

dicha decisión de inversión es una parte importante de la fase de gestión de la compañía. En ocasiones tendrán que reducirlo para así aumentar los flujos de caja a corto plazo, y en otras ocasiones lo aumentarán para así generar crecimiento real para la empresa a largo plazo. Lo importante es que los *Private Equity* tienen una gran experiencia a este respecto, y solo realizarán estas inversiones si consideran que van a obtener unos frutos significativos a cambio.

Por ejemplo, en el caso de Mivisa, CVC invirtió en nuevas fábricas y en modernizar sus instalaciones. Cuando CVC adquirió Mivisa en 2005, ésta contaba con cinco fabricas, mientras que en el momento de venderla en 2010, tenía nueve. Además, se invirtió mucho en tecnología, de tal forma que Mivisa pudiese seguir siendo el líder tecnológico en su sector, tanto en corte como en barnizado y decoración de los envases.

En cuanto a Parques Reunidos, Advent realizó muchas inversiones con el objetivo de modernizar sus instalaciones para de esa forma aumentar el gasto medio por visitante. La idea era tener unas instalaciones más modernas que ofreciesen a los clientes distintos servicios, como por ejemplo una mejor experiencia en el catering o el merchandising.

En el caso de ONO se puede observar claramente la importancia que tienen las distintas inversiones para el éxito de una operación de *Private Equity*. Cuando el equipo directivo cambió en 2008, aunque la compañía no pasaba por su mejor situación, no dejaron de realizar las inversiones oportunas. Entre ellas destacan sobre todo las inversiones en la red de fibra óptica, en móvil y en la red de televisión. Lo importante es que a través de estas inversiones se logró obtener un producto innovador y con la máxima calidad.

En conclusión, las decisiones respecto a las inversiones en *capex* son de gran importancia para un *Private Equity*, ya que por un lado buscan el incremento de los flujos de caja y por otro la mejora de la productividad. Por ello, deben racionalizar las inversiones y realizar solo aquellas que sean acorde con la estrategia de la empresa y estrictamente necesarias para alcanzar los objetivos empresariales.

4.3.4 Alineación de los intereses del equipo directivo con los del *Private Equity*

Aparte de los cambios en el equipo directivo a realizar en la fase de entrada, va a ser muy importante tener una gestión adecuada del mismo con el fin de alinear los intereses de dicho equipo con los del *Private Equity*.

La principal razón por lo que este apartado es de suma importancia es porque contribuye a la reducción de los costes de agencia. Los costes de agencia hacen referencia a los distintos intereses que pueden surgir entre los dueños de la empresa, en este caso el *Private Equity*, y los que ejercen la gestión del día a día, es decir, los directivos de la misma.

En las empresas tradicionales se observa muy fácilmente esta separación, ya que existe una gran diferencia de información entre los accionistas y los directivos. Esto genera que los intereses de los encargados de la gestión del día a día de las empresas, es decir, de los directivos, no esté alineado con el de los accionistas.

En el caso de una operación de *Private Equity*, como este suele ser prácticamente el único accionista de las empresas que adquiere, se podría decir que se consiguen aunar a los accionistas y a los encargados de la dirección de la compañía en un mismo ente, en el propio fondo de *Private Equity*, disminuyendo dichos costes de agencia al máximo (De Fontenay, 2014).

Por ello, las decisiones que el *Private Equity* tome alrededor del equipo directivo van a ser de gran importancia, ya que conseguir alinear los intereses de sus directivos al máximo podría ser una causa del éxito de la operación. El *Private Equity* es capaz de alinear estos intereses a través de distintas fórmulas que serán estudiadas a continuación. Más concretamente, estos medios son los altos niveles de apalancamiento que logran reducir la discrecionalidad de los directivos, un sistema de retribución por incentivos y una mejora de la supervisión y control de los directivos (Leslie y Oyer, 2013; Garayalde, 2007).

Reducción de la discrecionalidad debido al alto nivel de apalancamiento

Una de las características más relevantes a la hora de reducir los costes de agencia, es precisamente el hecho de que al contar la operación con una alta proporción de deuda, los directivos de las empresas adquiridas van a tener que actuar de forma muy diligente. Es decir, los directivos van a tener que soportar el peso de esa deuda, y van a tener que atender los pagos de principal e intereses de forma periódica e irrenunciable.

Se considera que el hecho de que la operación se haya realizado con tanta deuda reduce la discrecionalidad de los directivos a la hora de utilizar los flujos de caja de la empresa. Estos flujos de caja van a ser totalmente necesarios para ir repagando la deuda, por lo que los directivos no van a tener la capacidad de realizar inversiones a su propia discreción, ya que aumentarían el riesgo de impago de la deuda contraída.

Por lo tanto, se establece que la gran cantidad de deuda favorece la actuación diligente de los directivos, ya que tratarán no sólo de no desperdiciar ni una pequeña parte de los flujos de caja que genere la empresa, sino de aplicarlos a la mejor opción posible. De esta forma, se estaría llevando a cabo una mejor gestión de los fondos disponibles, aumentando la productividad y el valor de la empresa.

Alineación de intereses vía incentivos

Otro de los métodos para alinear los intereses de los directivos con los del *Private Equity* es el establecimiento de un programa efectivo de retribución por incentivos a los directivos.

Un estudio realizado por Leslie y Oyer (2013) en Estados Unidos en el que comparan la retribución de los directivos en empresas adquiridas por fondos de *Private Equity* junto con la retribución de los directivos en empresas cotizadas similares, demuestra que los directivos de las compañías que son propiedad de *Private Equity* tienden a tener unos mayores incentivos para realizar su trabajo. El estudio muestra que estos directivos tienen una participación en el capital de su empresa dos veces mayor que los de las compañías cotizadas. Además, los directivos de las empresas participadas por *Private Equity* cobran aproximadamente un 10% menos como salario fijo y alrededor de un 12.6% más como retribución variable, ateniéndose a determinados objetivos de gestión.

El hecho de que los directivos de las empresas adquiridas por estos fondos pasen a ser accionistas de las mismas, y con unas participaciones considerables, hace que se alineen los intereses de los directivos y de los accionistas (Berg y Gottschalg, 2005).

No obstante, el objetivo de alinear los intereses de accionistas y directivos no se consigue únicamente mediante la entrega de participaciones a los últimos, sino que un buen programa de retribución variable también contribuye a dicho fin. De esta manera, los directivos tendrán unos objetivos fijados y saben que recibirán la retribución pactada en el caso de alcanzarlos, lo que hace que se mantengan centrados en su trabajo. Estos objetivos, como es evidente, coinciden con el de los inversores, por lo que se logra reducir la diferencia entre las aspiraciones de directivos e inversores al máximo posible.

Por último, otro sistema que se usa en estas operaciones para asegurarse de que los directivos van a trabajar de acorde a las expectativas de los inversores, es el obligar a dichos directivos a comprar ellos mismos una pequeña participación en la compañía adquirida. Por lo tanto, además de convertirse en accionistas por el mero hecho de que el *Private Equity* les da acciones, también lo son con dinero de su propio bolsillo, lo que les hará trabajar de la forma más diligente posible (Barber and Goold, 2007).

Sistemas de vigilancia y control

El último de los factores relativos a la alineación de los intereses de los directivos y el *Private Equity*, es el que se refiere al establecimiento de unos sistemas efectivos de vigilancia y control de los directivos.

Un estudio realizado por Bloom, Sadun y Reenen (2009) muestra que las empresas adquiridas por fondos de *Private Equity* son más eficientes que otras empresas similares que no son propiedad de *Private Equity* en lo que se refiere a vigilancia y control. Hacen referencia a que las empresas propiedad de *Private Equity* monitorizan mejor la actividad de sus empleados, con sistemas más modernos y efectivos de control, e incluso tienen una mayor facilidad en prescindir de aquellos empleados que no estén actuando de acorde a las expectativas.

El hecho de que los *Private Equity* logren vigilar y controlar la actuación de los directivos de las empresas que adquieren de la mejor forma posible, favorece que el trabajo de estos no se desvíe demasiado de los objetivos establecidos.

A continuación identificaremos estos factores relativos a la gestión del equipo directivo con los tres casos reales presentados.

Para el caso de Mivisa, CVC nombró como presidente ejecutivo a uno de sus empleados, Santiago Ramírez, por lo que los costes de agencia en ese caso se veían reducidos al máximo. Se mantuvo en su puesto al consejero delegado de la compañía, Tomás López, siempre que pusiese él mismo una pequeña porción del precio de adquisición, para de esa manera convertirle en accionista y alinear sus intereses con los de CVC. Además, la gran cantidad de deuda utilizada en la operación (un 76% del precio de adquisición) sirve como fundamento para reducir la discrecionalidad de los directivos, que tuvieron que esforzarse al máximo para ser capaces de atender todos los pagos de intereses y principal.

En cuanto a Parques Reunidos, Advent cambió todo el equipo directivo al adquirir la compañía, ya se que se trató de un *Managament Buy In*. Este nuevo equipo directivo liderado por Richard Golding tuvo que poner parte del precio de adquisición y convertirse en accionistas de Parques Reunidos. Además, se estableció un importante modelo de retribución vía incentivos, acercando al máximo las aspiraciones de los directivos y las del *Private Equity*.

El caso de ONO difiere en cierto sentido de los otros dos. En este caso los *Private Equity* entraron en 2005 pero no cambiaron el equipo directivo hasta 2008. Este nuevo equipo directivo logró establecer una retribución por incentivos para toda la organización. El objetivo primordial era la satisfacción de los clientes, y todos los empleados tenían como requisito para su *bonus* ese objetivo. De esta forma, ONO logró convertirse en la mejor compañía española en cuanto a satisfacción del cliente (Cinco Días, 2015).

En conclusión, una buena gestión del equipo directivo es importante para asegurarse de que sus objetivos concuerdan con los del *Private Equity*. No obstante, como se ha visto en el caso de ONO, no únicamente hay que lograr alinear los intereses del equipo

directivo, sino los de toda la organización. Si se logra aplicar las herramientas expuestas de forma teórica a toda la organización en vez de únicamente al equipo directivo, el *Private Equity* se estará asegurando de que todos y cada uno de los empleados de la compañía buscan el mismo fin (Child y Rodrigues, 2010). Este debería ser precisamente el objetivo esencial a lograr por el *Private Equity* en esta fase de la operación, ya que si toda la organización está alineada en torno a la consecución de un objetivo común, será más viable alcanzarlo.

4.4 ESTRATEGIA DE SALIDA

Como ha sido mencionado anteriormente, la estrategia de salida es otra de las fases más importantes de la operación, ya que es cuando se va a conseguir vender la empresa y materializar la rentabilidad obtenida con la transacción. Una cosa es el valor estimado de la empresa, que durante la operación puede haber ido creciendo, pero hasta que no se consigue vender y hacer realidad ese valor, no se puede establecer que la operación haya sido un éxito.

Normalmente, los *Private Equity* deben deshacer sus inversiones en un periodo de cinco a ocho años, ya que deben devolverles a sus inversores iniciales su inversión junto con la rentabilidad obtenida en ese periodo de tiempo. La estrategia de salida es un factor que se planea desde el principio de la operación, aunque los *Private Equity* suelen aprovechar cualquier momento si observan que pueden maximizar su rentabilidad. En principio, se suele intentar vender la empresa cuando las valoraciones son favorables, y existen tres principales formas de hacerlo: vender la compañía a una empresa industrial, venderla a otro *Private Equity*, o realizar una oferta pública de venta, es decir, sacarla a bolsa. (Kaplan y Stromberg, 2009)

Stromberg (2007) llevó a cabo un estudio analizando todas las salidas de las empresas adquiridas por fondos de *Private Equity* entre 1970 y 2007. Sus resultados resaltaron que la salida más usual es la venta a un comprador estratégico, es decir, a una empresa industrial, ya que así fueron el 38% de las salidas totales. En segundo lugar estaba la venta a otro *Private Equity*, en un 24% de las ocasiones. Por último, la salida a bolsa, que se dio en un 14% de las salidas.

La venta a un comprador industrial suele ser, además de la forma más usual de salida, la preferible para el *Private Equity*. Esto ocurre porque en principio son los compradores que más dinero están dispuestos a pagar, ya que adquiriendo a un competidor pueden realizarse sinergias muy relevantes.

En cuanto a la venta a otro *Private Equity*, se trata de una operación un tanto complicada porque la empresa debe seguir siendo una buena candidata para realizar un *LBO*. Recordando estos requisitos, la empresa debe tener unos flujos de caja sólidos y sobre todo un buen margen para seguir creciendo. Esto nos hace pensar que si la empresa va a seguir creciendo tanto, ¿por qué iban a querer venderla en un primer momento? Como hemos mencionado antes, los fondos en ocasiones deben salir de sus inversiones debido a la presión que ejercen los inversores para que les devuelvan su dinero. Pero por otra parte, la venta a otro *Private Equity* tiene sentido cuando éste cuenta con una nueva estrategia para la empresa y están convencidos de que de alguna manera van a hacer que siga creciendo, mientras que el *Private Equity* que vende ha agotado ya todas las vías de crecimiento que tenía planeadas.

Por último, la salida a bolsa es una opción muy conveniente cuando la condición de los mercados es favorable. Además, a través de una oferta pública de venta, el *Private Equity* puede colocar solo una parte de la compañía, la suficiente para repagar a sus inversores pero continuando favoreciéndose del excelente rendimiento de la empresa. La compañía podría mantener a su equipo de dirección y seguir guiando a la empresa hacia un crecimiento real, algo que no suele ocurrir en las ventas a otros *Private Equity* o a compradores industriales.

No obstante, en ocasiones los *Private Equity* no se decantan por una sola opción de venta, sino que realizan dos a la vez. Esto es lo que se conoce como el *dual-track*, un proceso mediante el cual preparan una salida a bolsa pero a la vez escuchan ofertas de compra por parte de algún comprador. Esto les da la oportunidad de rechazar las ofertas de compra si consideran que pueden colocarla por un mayor precio en el mercado bursátil o viceversa (Brau, Hatch y Sutton, 2010).

Es conveniente mencionar también que la situación macroeconómica es de vital importancia en relación con la estrategia de salida. Una buena gestión durante el periodo de inversión puede haber incrementado el valor de la empresa, pero la situación

de los mercados a la hora de venderla va a establecer el resultado final. De hecho, se considera que del aumento de valor total aportado por los *Private Equity* en un *LBO*, dos tercios corresponden a factores de gestión y de los mercados, y que el otro tercio restante corresponde al efecto apalancamiento, es decir, a la optimización de la estructura de capital (Achleitner, Braun, Engel, Figge y Tappeiner, 2010).

Por último, otro de los factores determinantes a la hora de determinar el precio de salida y por lo tanto, la rentabilidad final de la inversión, es la experiencia y la habilidad negociadora de los *Private Equity*. Los profesionales que trabajan en estos fondos han vendido muchas empresas a lo largo de su carrera profesional, por lo que saben perfectamente como deben actuar para lograr el mejor precio. Parte de su trabajo consiste en convencer a los posibles compradores de unas proyecciones para el futuro de la empresa que a simple vista parecen inalcanzables.

En el caso de Mivisa, en un principio CVC pensaba sacar la empresa a bolsa, ya que habría alcanzado el valor suficiente y creían que era la mejor forma de salir de la inversión. No obstante, tras plantárselo sin éxito en 2008 y tras recibir la excelente oferta de Blackstone y Dinamia en 2010, se acabó decantando por vendérselo a estos dos *Private Equity* y así materializar la creación de valor que se había llevado a cabo. CVC adquirió Mivisa por 520 millones de euros en 2005 y la vendió a Blackstone y Dinamia por 900 millones de euros en 2010 (Expansión, 2010).

En cuanto a Parques Reunidos, Advent vendió la empresa a otro *Private Equity*, Candover, por cerca de 900 millones de euros (El Mundo, 2007). En 2007 Advent deseaba materializar su inversión y decidió vender la compañía. Varios fondos de *Private Equity* acudieron a la subasta pero finalmente Candover fue quien presentó la mejor oferta.

La estrategia de salida en la operación de ONO es el ejemplo claro del proceso de *dual-track*. A partir de 2012, una vez la compañía ya se había estabilizado después de los duros años anteriores, los *Private Equity* ya empezaron a pensar en sacar la empresa a bolsa. No obstante, el mercado español del momento no era el adecuado para realizar una oferta pública de venta. No fue hasta finales de 2013 cuando la salida a bolsa empezó a ser una realidad. Comenzaba a haber rumores sobre un interés de Vodafone

en hacerse con ONO, pero el 13 de marzo de 2014 se aprobó la salida a bolsa para la primavera de ese año (El Mundo, 2014). Esa misma noche, Vodafone presentó una oferta de 7.200 millones de euros por la compañía y los *Private Equity* que controlaban el accionariado de ONO la aceptaron, cancelando todo proceso de salir a bolsa (Expansión, 2014).

En conclusión, existen varias formas de finalizar una operación de *LBO* llevada a cabo por un *Private Equity*. Como hemos observado, las más usuales son la venta de la compañía a un comprador industrial o a otro *Private Equity*, o la salida a bolsa. En la práctica hemos visto que los *Private Equity* no siempre tienen clara cuál va a ser su estrategia de salida a elegir. De hecho, muy a menudo se observa el proceso de *dual-track* ilustrado a través de la operación de ONO. Por último, es importante mencionar que ninguna estrategia es mejor que otra, ya que dependerá de la situación de los mercados y de la habilidad de los *Private Equity* para negociar el mejor precio de venta posible.

5. CONCLUSIONES

El análisis del marco teórico de las distintas fases existentes en una operación tipo llevada a cabo por un *Private Equity*, junto con el soporte obtenido gracias a la evidencia empírica contenida en los distintos casos prácticos analizados, ha permitido concretar y explicar las distintas fases existentes en una operación de este tipo y por lo tanto, satisfacer los objetivos perseguidos con el presente trabajo.

Se han identificado como las principales fases de una operación tipo de *Private Equity* las siguientes:

1. Identificación del candidato perfecto
2. Estrategia de entrada
3. Gestión de la compañía
4. Estrategia de salida

Como se ha expuesto a lo largo del trabajo, es difícil destacar la importancia de una de las fases respecto al resto. Es la coordinación y coherencia del conjunto de las acciones que se desarrollan en cada una de ellas lo que determina el éxito de una operación.

Como balance del trabajo y gracias al análisis de los distintos casos prácticos, si hubiera que decidir cuál es el hilo conductor entre todas las fases que aporta el máximo valor al éxito de una operación, éste serían las personas. Por una parte, los ejecutivos del *Private Equity*, y por otra, los gestores de las compañías adquiridas. Los primeros aportan su gran experiencia en las fases uno, dos y cuatro, y el equipo gestor principalmente en la fase tres.

Se pueden resaltar las características de estos dos grupos. Por el lado de los equipos de *Private Equity* destacamos:

1. El conocimiento de las distintas industrias les aporta una visión privilegiada en cuanto a la identificación del candidato perfecto.
2. Su experiencia negociadora les aporta un aspecto diferenciador en casi todas las fases de la operación. Tanto en la negociación en la fase de entrada, como con los bancos, los gestores de la compañía o, en la fase de salida, con los compradores.

3. Su formación financiera y gran experiencia en operaciones de este tipo les permite definir las estructuras de capital óptimas.
4. Por último, su visión de la estrategia para la empresa adquirida les permite implementar un ambicioso pero alcanzable plan de negocio que debe dar sus frutos en el medio plazo.

Respecto a los gestores de la compañía, aunque pueden participar de alguna forma con los equipos de *Private Equity* en los aspectos definidos en el párrafo anterior, su principal función va a ser la de gestionar la compañía según el plan estratégico. Como se ha analizado en el capítulo anterior, se pueden alinear los intereses de los directivos con los del *Private Equity* principalmente haciendo uso de las siguientes herramientas: sistemas de remuneración variable, participación en el capital de la empresa y sistemas de vigilancia y control. No obstante, con la realización de este trabajo se ha podido observar que esto no es suficiente, ya que gran parte del éxito de la operación recae en que el equipo de gestión sea capaz de alinear los intereses de toda la organización hacia la consecución de los objetivos. Los equipos de gestión deben tener una fuerte capacidad de liderazgo, comunicación y motivación para conseguir alinear y comprometer a toda la organización con el plan estratégico.

En conclusión, este trabajo nos ha ayudado a establecer y definir de forma teórica y empírica cada una de las fases existentes en una operación de este tipo. En una operación de *Private Equity* siempre se podrán identificar, en mayor o menor medida, las fases aquí explicadas, pero la ejecución de las mismas variará según cada caso. Serán las personas involucradas y el conjunto de las acciones que se desarrollan en cada una de las fases quienes determinen el éxito de una operación.

Se desea mencionar también que se han escogido tres operaciones que han concluido con éxito para una mejor descripción e identificación de las fases existentes y de las acciones clave que se desarrollan en cada una de ellas. En ningún caso se cree que todas las operaciones de *Private Equity* finalicen de forma exitosa. De hecho, este trabajo podría dar pie a posteriores estudios sobre operaciones que hayan fracasado, tratando de identificar las razones de dicho fracaso entre las fases aquí analizadas.

Además, el trabajo podría tener una utilidad académica, sirviendo como punto de partida para futuras investigaciones sobre el sector del *Private Equity* o las operaciones de *LBO*, junto con lo mencionado en el párrafo anterior.

Finalmente, se desea expresar que este trabajo no ha sido concebido únicamente como un trabajo a realizar por el autor dentro de su desarrollo curricular. Con su realización el autor ha sido capaz de desarrollar una gran experiencia personal debido al aprendizaje adquirido y a la relevancia actual e interés del tema en cuestión.

BIBLIOGRAFÍA

- Achleitner, A., Braun, R., Engel, N., Figge, C. y Tappeiner, F. (2010). Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe. *The Journal of Private Equity*, Spring 2010
- Advent International website: <http://www.adventinternational.com/about/>
Último acceso: 29/05/2015
- Advent International (2015). Parques Reunidos Case Study. Obtenida el 28/05/2015 de http://www.adventinternational.com/investments/case-studies/case-study/?case_study_id=parques-reunidos.
- Aizenman, J. y Kendall, J. (2012). The internationalization of venture capital. *Journal of Economic Studies*, 39 (5), 488 – 511
- Aldatmaz, S. y Brown, W. (2013). Does Private Equity Hurt or Help the Economy? *Private Equity Research Consortium. The University of North Carolina at Chapel Hill*. Obtenida el 29/05/2015 de http://areas.kenan-flagler.unc.edu/finance/PERC/AldatmazBrown_white-paper_03-06-13.pdf.
- Amess, K., Girma, S., Weir, C. y Wright, M. (2009). Private Equity and Corporate Governance: Retrospect and Prospect. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (3), 353-375
- Amess, K., Meuleman, M., Scholes, L. y Wright, M. (2008). Agency, Strategic Entrepreneurship and the Performance of Private Equity Backed Buyouts. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33 (1), 213-239
- ASCRI (2012). Impacto Economico y Social del Capital Riego. *Asociación Española de Capital-Riesgo*. Obtenida el 26/05/2015 de http://www.ascr.org/upload/publicaciones/20130614_123143_152830482.pdf.
- ASCRI (2015). Anuario ASCRI Capital Riesgo. *Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo*.
- Barber, F y Goold, M. (2007). The Strategic Secret of Private Equity. *Harvard Business Review*, September 2007, 53-65
- Berg, A. y Gottschalg, O. (2005). Understanding Value Generation in Buyouts. *Journal of Restructuring Finance*, 2 (1), 9-37
- Bloom, N., Sadun, R. y Van Reenen, J. (2009). Do Private Equity Owned Firms

Have Better Management Practices? *Centre for Economic Performance*, Occasional Paper 24. Obtenida el 26/05/2015 de <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/occasional/op024.pdf>.

- Brau, J., Hatch, W. y Sutton, N. (2010). Dual-track versus single-track sell-outs: An empirical analysis of competing harvest strategies. *Journal of Business Venturing*, 25, 389-402
- Cinco Días (2003, 12 de noviembre). Advent sacará de bolsa Parques Reunidos tras la aceptación de la opa. *Cinco Días*. Obtenida el 28/05/2015 de http://cincodias.com/cincodias/2003/11/12/empresas/1068807547_850215.html.
- Cinco Días (2015, 19 de febrero). ¿Qué empresas de telefonía son las mejor valoradas? *Cinco Días*. Obtenida el 1/06/2015 de http://cincodias.com/cincodias/2014/10/09/finanzas_personales/1412873181_975383.html.
- Child, J. y Rodrigues, S. (2010). Private Equity, the minimalist organization and the quality of employment relations. *Human Relations*, 63 (9), 1321-1342.
- CVC Capital Partners *website*: www.cvc.com; Último acceso: 29/05/2015
- CVC Capital Partners (2015). Historical Portfolio: Mivisa. Obtenida el 29/05/2015 de <http://www.cvc.com/Our-Portfolio/Historical-Portfolio.htm?itemid=7301102061601>.
- Davis, S., Haltiwanger, J., Jarmin, R., Lerner, J. y Miranda, J. (2011). Private Equity and Employment. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper 17399. Obtenida el 27/05/2015 de <http://www.nber.org/papers/w17399.pdf>.
- De Fontenay, E. (2014). Private Equity Firms as Gatekeepers. *Review of Banking and Financial Law*, 33, 117-184
- El Mundo (2007, 23 de enero). El fondo de capital riesgo Candover compra Parques Reunidos a Advent. *El Mundo*. Obtenida el 26/05/2015 de <http://www.elmundo.es/mundodinero/2007/01/22/economia/1169485564.html>.
- El Mundo (2014, 13 de marzo). La junta de accionistas Ono avala su salida a Bolsa entre rumores de compra por Vodafone. *El Mundo*. Obtenida el 27/05/2015 de <http://www.elmundo.es/economia/2014/03/13/5321c5e5ca474105508b4575.htm>

1.

- EVCA (2015). 2014 European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments & Divestments. *EVCA*. Obtenido el 29/05/2015 de <http://www.evca.eu/media/385581/2014-european-private-equity-activity-final-v2.pdf>.
- Espejo-Saavedra, J. y Ortega, F. (2006). Claves sobre la compra apalancada y la prohibición de la asistencia financiera. *Estrategia de Financiación*, 232, 21-24
- Expansión (2010, 29 de diciembre). Blackstone cierra la compra de Mivisa por 900 millones. *Expansión*. Obtenida el 29/05/2015 de <http://www.expansion.com/2010/12/29/empresas/1293642975.html>.
- Expansión (2014, 14 de marzo). Vodafone cierra la compra de Ono por 7.200 millones. *Expansión*. Obtenida el 28/05/2015 de <http://www.expansion.com/2014/03/14/empresas/tmt/1394783073.html>.
- Garayalde, M. (2007) El impacto de las adquisiciones apalancadas en la eficiencia de las compañías: el caso español. *Revista Española de Capital Riesgo*, 4/2007, 71-82
- Gómez, J., y Tapia, A. (2008). Las relaciones entre el Capital Riesgo y los equipos directivos en las operaciones de LBO. Aspectos estructurales y retributivos. *Revista Española de Capital Riesgo*, 3/2008, 41-67
- Kaplan, S. y Stromberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 22 (10), 121-146
- Koscielecka, A. y Moszoro, M. (2013). Capital riesgo: indicios de una cuarta oleada. *Revista de Antiguos Alumnos IESE*, 130
- Leslie, P. y Oyer, P. (2013). Managerial Incentives and Value Creation: Evidence from Private Equity. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 14331. Obtenida el 30/05/2015 de <http://www.nber.org/papers/w14331>
- Loos, N. (2005). Value Creation in Leveraged Buyouts. Dissertation of the University of St. Gallen, Graduate School of Business Administration, Economics, Law, and Social Sciences (HSG): No. 3052. Obtenida el 24/05/2015 de [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3052/\\$FILE/dis3052.p](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3052/$FILE/dis3052.p)

[df.](#)

- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Madrid: Ecobook.
- Mivisa (2005). Cuentas anuales.
- Mivisa (2008). Cuentas anuales.
- Mivisa *website*: <http://www.mivisa.com>; Último acceso: 29/05/2015
- Metrick, A. y Yasuda, A. (2011). *Venture Capital & the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons, Inc.
- ONO (2005). Investor release: Ono completes the acquisition of Auna Telecomunicaciones, S.A. Obtenida el 28/05/2015 de <https://www.ono.es/resources/files/inversores/pdfs/NPcompraunaeng.pdf>.
- Parques Reunidos *website*: <http://parquesreunidos.com/>; Último acceso: 29/05/2015
- Parques Reunidos (2003). Cuentas anuales.
- Parques Reunidos (2006). Cuentas anuales.
- Pham, N. y Shapiro, R. (2009). The Impact of Private Equity Acquisitions and Operations On Capital Spending, Sales, Productivity, and Employment. *Private Equity Growth Capital Council*. Obtenida el 27/05/2015 de http://www.pegcc.org/wordpress/wp-content/uploads/pec_economic-impact-study-01-23-09-final.pdf.
- Private Equity Growth Capital Council (2015). PE by the Numbers. Obtenida el 22/05/2015 de <http://www.pegcc.org/education/pe-by-the-numbers/>.
- Schwerdtfeger, M. (2014, 25 de junio). The 'Buy and Build' Strategy – Spotlight on a Modern Day Private Equity Trend. *Forbes*. Obtenida el 26/05/2015 de <http://www.forbes.com/sites/michaelschwerdtfeger/2014/06/25/the-buy-and-build-strategy-spotlight-on-a-modern-day-private-equity-trend/>.
- Strömberg, P. (2007). The new demography of private equity. *Swedish Institute for Financial Research*. Obtenida el 24/05/2015 de <http://www.sifr.org/PDFs/stromberg%28demography2008%29.pdf?q=predicting-ipo-failures-in-the-old-and-new-economies>