



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**LA CREACIÓN DE VALOR EN
PRIVATE EQUITY. ¿MEJORA DEL
DESEMPEÑO EMPRESARIAL O MERA
INGENIERÍA FINANCIERA?**

Eduardo Gandía García-Otero
Clave: 201806425
5ºE-3 B

Director: Esther Vaquero Lafuente

ÍNDICE:

I. INTRODUCCIÓN	5
1.1. Interés en el objeto del trabajo	5
1.1. ¿Qué es <i>Private Equity</i> ?	5
1.2. Clasificación dentro del término <i>Private Equity</i>	6
2. FUNCIONAMIENTO DE LAS OPERACIONES DE PRIVATE EQUITY	9
2.1. ¿CÓMO ES UNA OPERACIÓN DE <i>PRIVATE EQUITY</i> ?	9
2.1.1. Compra apalancada – <i>Leveraged Buyouts</i>	9
2.1.2. Compañías objeto de compra por fondos de capital riesgo	10
2.1.3. Valoración de retornos en <i>Private Equity</i>	14
2.1.4. Análisis de las palancas de valor en <i>Private Equity</i>	15
3. MODELO FINANCIERO Y ESTUDIO DE DATOS	23
3.1. METODOLOGÍA	23
3.2. ANÁLISIS DEL MODELO. PRINCIPALES HALLAZGOS	28
4. CONCLUSIONES	38
BIBLIOGRAFÍA	44

Resumen:

En el presente trabajo se realizará un análisis de la creación de valor en la industria del capital riesgo. En este sentido, se analizarán las principales palancas de valor de los fondos de *Private Equity*, para discernir si realmente se produce una mejora del desempeño empresarial o, en cambio, sólo se elaboran mecanismos de ingeniería financiera que no tienen un impacto real en la gestión social.

Para ello, se ha realizado un análisis profundo de las distintas teorías publicadas por los principales expertos en el sector. Además, se ha añadido un contenido práctico. En este sentido, se ha elaborado un modelo financiero de 5.745 operaciones de capital riesgo, con el objetivo de estudiar las implicaciones reales que tiene la adquisición de un *Private Equity* en el tejido empresarial.

A través del citado modelo financiero, se ha podido visualizar el impacto que tienen los fondos en las compañías, pero, además, se han podido obtener importantes hallazgos sobre cómo adquieren los fondos de *Private Equity*, cuanto endeudan las compañías y qué resultados existen tras el periodo de inversión.

Asimismo, se ha procedido a analizar casos de operaciones recientes de capital riesgo en España. En este sentido, se ha podido profundizar en las implicaciones de la adquisición en las compañías, pudiendo observar las medidas tomadas por el fondo, así como las mejoras operativas, financieras y estratégicas implementadas.

Palabras clave: *Private Equity*, palancas de creación de valor, modelo financiero, operaciones de capital riesgo.

Abstract:

During the following project, an analysis of value creation in the Private Equity industry will be conducted. In this sense, the main levers of value creation of Private Equity funds will be analyzed, in order to distinguish whether there is an actual improvement in business performance or, on the contrary, only financial engineering mechanisms with no real impact on the management of the company.

To this end, an in-depth analysis of the different theories published by leading experts in the sector has been performed, in addition to a financial model. In this sense, a financial model of 5745 Private Equity operations has been elaborated, with the aim of examining the real implications that the acquisition of a Private Equity has on businesses.

Through the aforementioned financial model, it has been possible to visualize the impact that the funds have on the companies, but also, it has been possible to obtain significant findings on how Private Equity funds acquire, the amount of debt the invested companies assume and the outcomes after the investment period.

Likewise, cases of recent Private Equity transactions in Spain have been analyzed. In this sense, it has been possible to investigate in depth the implications of the acquisition in the investees, observing the actions implemented by the fund, as well as the operational, financial and strategic improvements undertaken.

Key words: Private Equity, value creation, PE deals, financial modelling

I. INTRODUCCIÓN

1.1. INTERÉS EN EL OBJETO DEL TRABAJO

El objeto del presente trabajo es realizar un análisis crítico de la creación de valor en las operaciones de *Private Equity*. Para ello, ahondaremos tanto en la operativa de las inversiones realizadas por los fondos de capital riesgo, así como en el estudio de operaciones recientes. Además, se realizará un análisis de las operaciones ejecutadas en el sector en los últimos 15 años, en Europa, Estados Unidos y Canadá.

El objetivo es analizar las palancas de creación de valor de las gestoras de capital riesgo desde un punto de vista crítico, analizar si existe una burbuja inflacionaria en el sector y estudiar un conjunto de casos en profundidad para analizar si la gestión de un *Private Equity* es meramente financiera o contribuye a la mejora del desempeño empresarial.

Además, se analizará la opinión de diversos expertos, como Vincent Mortier (2022) o Mikkel Svenstrup (2022) los cuales critican que la industria se ha convertido en una especie de esquema piramidal o de Ponzi, en la cual los fondos adquieren empresas por encima de su valor real debido a la seguridad de poder vender a un precio mayor de salida, a otro fondo de inversión. De esta forma, las gestoras de *Private Equity* adquieren unas a otras sus participadas, generando retornos de manera recíproca. Lo que provoca una inflación en las valoraciones de las compañías.

A través del análisis de más de 25.000 operaciones de *Private Equity* en Europa y Estados Unidos, a través de un modelo financiero, se pretenderá observar los patrones previamente mencionados y realizar un análisis objetivo. Asimismo, se estudiarán en profundidad determinadas operaciones entre fondos, para así estudiar el impacto de los socios financieros en las principales métricas de las participadas.

1.2. ¿QUÉ ES PRIVATE EQUITY?

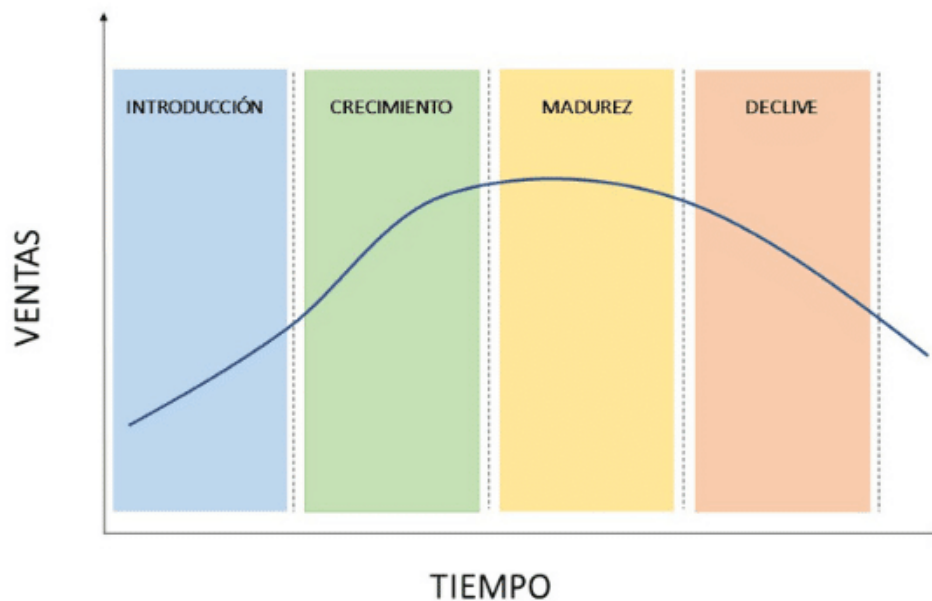
Como establece Fraser-Sampson (2010), la definición tradicional de *Private Equity* es: "cualquier inversión de capital en una empresa que no cotiza en bolsa". Esta afirmación sigue siendo válida para la inmensa mayoría de las operaciones de *Private Equity* en el mundo. Sin embargo, si lo que se busca es una definición completa, esta descripción simplista da problemas. Esto es debido a que activos como las inversiones estructuradas o la deuda convertible, no se encontrarían reconocidos. De igual forma, las empresas que cotizan en bolsa pero que se excluyen de cotización, también deben de ser consideradas como *Private Equity*. (Fraser Sampson, 2010) Este problema se acentúa debido a la reciente popularidad de los fondos de capital riesgo de sacar a bolsa sus participadas con el objetivo de aumentar sus retornos.

Resulta también relevante diferenciar entre el llamado *direct investing* y el *fund investing*. Es decir, entre los fondos de inversión en compañías y aquellos que invierten en fondos de *Private Equity*, respectivamente. En el presente trabajo, nos enfocaremos en los primeros, es decir, en aquellos fondos especializados en la compra de compañías (Fraser-Sampson, 2010).

1.3. CLASIFICACIÓN DENTRO DEL TÉRMINO DE *PRIVATE EQUITY*

Dentro del término *Private Equity* previamente explicado, se diferencian diversos modelos de inversión a su vez. Estos son: *venture capital*, *growth*, *development* y *buy-out*, y *distressed*. Cada una, corresponde a la inversión en un punto distinto del ciclo de vida de la empresa.

Figura 1: Ciclo de vida de una compañía.



Fuente: Dircomfidencial (2023).

Como se puede apreciar en la Figura 1, el ciclo de vida empresarial se caracteriza por un agudo crecimiento en la primera etapa. Tras esto, una vez la empresa se consolide en el mercado y cuente con una presencia considerable, procederá a crecer de una manera menos acelerada. La última etapa, de declive, corresponde con la saturación en el mercado y la pérdida de cuota de mercado y consumidores. Sin embargo, es necesario matizar que esta última etapa no siempre sucede, ya que precisamente, a través de un nuevo plan de negocio las empresas pretenden volver a la senda de crecimiento.

Lo más importante a tener en cuenta es que el flujo de caja de una empresa debería ser cada vez mayor a medida que se avanza hacia la derecha en el tiempo a lo largo de la vida empresarial. Asimismo, también se reducirá el riesgo. Como consecuencia la idea de inversión varía en gran manera debido a la operativa, objetivos y expectativas de retornos, en cada etapa del ciclo de vida de la empresa (De Chesare, 2023).

Teniendo en mente el ciclo de vida empresarial ilustrado en la Figura 1, procederían los modelos de inversión privada que a continuación se explican.

1.3.1. Venture Capital

El Venture Capital se enfoca en la etapa de introducción del ciclo de vida. Por lo tanto, las empresas respaldadas por Venture Capital, de ahora en adelante VC, estarán en una etapa muy joven de su vida, e incluso pueden ser nuevas empresas que han sido creadas pero todavía no implementadas. La cuestión de si sobrevivirán y de si la idea hallará un hueco en el mercado será un problema constante que se cernirá sobre cada una, ya que existe un alto riesgo.

La operativa de inversión es especialmente particular, ya que, en la mayor parte de casos, las empresas a desarrollar carecerán de beneficios ni generación de caja. Estas empresas se caracterizan por su *cash burnout*, es decir, por su consumo de caja o por tener flujos de cajas negativos. Como consecuencia, existirán varias series de inversión – *Pre-seed, Seed, Series A, Series B, Series C, etc.* – en las que se realizarán ampliaciones de capital en las que nuevos inversores inyectarán caja en la sociedad para sufragar su expansión y desarrollo.

Asimismo, debido a la inexistencia de generación de caja, las compañías en “fase de introducción” no pueden recurrir a bancos e instituciones financieras para financiación, debido a su alto riesgo e iliquidez. Sólo determinadas *start-ups* con cierto grado de reconocimiento y tamaño podrán recurrir a la financiación bancaria, pero supeditado a un tipo de interés superior al usual.

Además, destacan los altos múltiplos de cotización de este tipo de compañías, especialmente sus PER – *price earning ratio*, ratio que ilustra el precio de la acción dividido entre beneficio neto -. En este sentido, debido a un alto múltiplo P/E, el coste del *equity* es reducido en estas compañías, por ende, las ampliaciones de capital son comunes.

1.3.2. Growth Capital

Como establece Fraser-Sampson (2010), el *growth capital*, en cambio, se dirige a la fase de crecimiento de la empresa. Las empresas en fase de crecimiento se caracterizan por la necesidad de aumentar sus ventas rápidamente para aumentar su cuota de mercado, presencia geográfica y perspectivas de crecimiento.

Como consecuencia, al igual que ocurre con las empresas Venture, las empresas objeto de *growth capital* contarán con flujos de caja reducidos debido a los costes de promoción y desarrollo del negocio.

La mayor parte de las características del modelo de inversión *growth* cuadran con el modelo Venture, sin embargo, siempre serán compañías de una mayor madurez, con menor riesgo y con mayores posibilidades de generación de caja.

1.3.3. Development y Buyout Capital

Tanto el *Buyout* como el *Development Capital* se dirigen a las fases de madurez y declinación de la sociedad. Sin embargo, ninguna de las dos tiene como objetivo un periodo determinado del ciclo de vida de la empresa. Ambas se refieren a la inversión en

empresas maduras, con capacidad de generación de caja y resultados positivos, que llevan operando en el mercado con estabilidad durante varios años (Fraser-Sampson, 2010).

La diferencia entre ambas, en este caso no tiene que ver con el tipo de empresa a la que se dirige la inversión, sino con la forma en que se lleva a cabo. Sin ánimo de profundizar en exceso en este ámbito, ambos modelos de inversión destacan por adquisición de una participación mayoritaria en la operación. En parte por este motivo, las inversiones *Development* y *Buyout* siempre estarán apalancadas por el uso de deuda, mientras que las operaciones de VC y *Growth* no lo estarán.

1.3.4. *Distressed Capital o turnaround*

El modelo de inversión *distressed* hace referencia a la inversión en compañías en la fase de declive, es por eso que es también llamado *turnaround*, ya que se pretende terminar con esa fase de declive y volver a una etapa de crecimiento y prosperidad.

Asimismo, también se encuadra dentro de esta categoría la adquisición de compañías en quiebra, en concurso de acreedores o en una mala situación financiera, especialmente bajo el nombre de *distress*. Existen diversos fondos especializados en la adquisición de compañías en tales circunstancias, con el propósito de adquirir a un precio descontado, sanear la compañía y vender ésta a un precio superior, obteniendo un gran número de retornos a través del arbitraje de múltiplo – que se explicará más adelante – (De Chesare, 2023).

1.3.5. *Objeto del trabajo*

Las categorías previamente explicadas se podrían resumir en dos grupos concretos, *Venture Capital* y *Private Equity*. El primer grupo, englobaría las estrategias de inversión de *Venture Capital* y *Growth*. En cambio, el término *Private Equity* en sentido estricto, de ahora en adelante PE, recoge las inversiones de *Development*, *Buyout* y *Distressed*.

Por tanto, cuando más adelante se mencione *Private Equity*, se estará haciendo referencia a operaciones de *Buyout*, *Development* y de *Distress*. Todos estos modelos de inversión de caracterizan por la adquisición de compañías con un cierto grado de madurez a través de una compra apalancada.

Las principales diferencias entre *Venture Capital* y *Private Equity* se podrían resumir en los siguientes aspectos clave (Fraser-Sampson, 2010):

1. Etapa de inversión: como se ha explicado anteriormente, el VC típicamente invierte en empresas en etapas tempranas con alto potencial de crecimiento, mientras que el PE se enfoca en empresas maduras que están establecidas y son rentables. Las inversiones de VC a menudo se realizan en startups o empresas que aún están desarrollando sus modelos de negocio y necesitan financiación para crecer, mientras que las inversiones de PE generalmente se hacen en empresas establecidas que buscan expandirse o mejorar sus operaciones.

2. Riesgo: las inversiones de VC se consideran de alto riesgo porque se hacen en empresas en etapas tempranas que aún no han establecido un historial de éxito. Las inversiones de *Private Equity*, por otro lado, son menos arriesgadas porque se hacen en empresas establecidas que tienen un historial comprobado de éxito.
3. Valoración de la empresa: las inversiones de VC son generalmente más pequeñas que las inversiones de capital privado. Las inversiones de VC generalmente oscilan desde cientos de miles de dólares hasta millones de euros, mientras que las inversiones de PE pueden variar entre decenas de millones a miles de millones de euros.
4. Duración de la inversión: Las inversiones de capital de riesgo se realizan típicamente por un período más corto de tiempo, generalmente alrededor de 3-5 años, mientras que las inversiones de capital privado se realizan por períodos más largos, a menudo de 5-10 años.
5. Expectativas de retorno: Los inversores de VC esperan un alto retorno de su inversión, a menudo 10x, para compensar el alto riesgo involucrado en invertir en empresas en etapas tempranas. Los inversores de capital riesgo también esperan un alto retorno de su inversión, pero típicamente buscan un retorno más moderado, alrededor de dos o tres veces la inversión inicial.

II. FUNCIONAMIENTO DE LAS OPERACIONES DE *PRIVATE EQUITY*

2.1. ¿CÓMO ES UNA OPERACIÓN DE *PRIVATE EQUITY*?

2.1.1. Compra apalancada – *Leveraged Buyouts*

Como se ha explicado previamente, la operación de *Private Equity* consiste en la compra apalancada de una compañía. Esta compra apalancada recibe el nombre de *Leveraged Buyout* (LBO).

Un LBO consiste en la adquisición de una empresa, división, negocio o colección de activos (*target*) utilizando deuda para financiar una gran parte del precio de compra. La porción restante del precio de compra se financia con una contribución de capital por parte de varios inversores financieros (*Limited Partners*). Los LBO se utilizan por los fondos de PE para adquirir una amplia gama de negocios, incluyendo empresas públicas y privadas, así como sus divisiones y subsidiarias. El objetivo final de la gestora de capital riesgo es obtener un retorno aceptable de su inversión de capital al momento de la salida, típicamente mediante la venta o salida a bolsa del objetivo. Históricamente, los fondos de capital riesgo han buscado un retorno anualizado del 20% o más y una salida de inversión o *exit* de cinco años (Rosebaum, 2018).

En una transacción tradicional de LBO, la deuda comprende típicamente el 60% al 70% de la estructura de financiación, mientras que el capital comprende el 30% al 40% restante. Sin embargo, estos porcentajes han ido reduciéndose a lo largo de los años, especialmente debido a los escándalos en las operaciones entre 2008 y 2010.

Teóricamente, el nivel desproporcionadamente alto de deuda contraído durante la adquisición es respaldado por su proyectado flujo de caja libre y base de activos, lo que permite al fondo contribuir con una pequeña inversión de capital con relación al precio de compra. La capacidad de apalancar la operación es relevante a la hora de obtener retornos, como se verá más adelante. Además, el uso del apalancamiento proporciona el beneficio adicional de ahorros fiscales realizados debido a la deducibilidad fiscal del gasto por intereses (Rosebaum, 2018).

Las empresas con flujo de caja estable y predecible, así como con activos sustanciales, generalmente representan candidatos atractivos para una adquisición apalancada debido a su capacidad para soportar mayores cantidades de deuda. Ya que, se requiere un flujo de caja considerable para cumplir con los pagos periódicos de intereses y reducir la deuda a lo largo de la vida de la inversión. Además, una base de activos sólida puede ser una fuente de aumento de la cantidad de deuda al proporcionar mayor seguridad a los prestamistas en tanto en cuanto a la probabilidad de recuperación de capital en caso de una bancarrota. Asimismo, debido a la mayor cantidad de activos, el riesgo será menor y como consecuencia, el tipo de interés de la deuda será más barato.

2.1.2. Compañías objeto de compra por fondos de capital riesgo

Los fondos de capital riesgo, como grupo, son inversores altamente flexibles que buscan oportunidades de inversión atractivas en una amplia variedad de sectores, geografías y situaciones. Aunque no hay reglas fijas, ciertos rasgos comunes surgen entre los candidatos a adquisición por LBO (Gutman, 2018):

- Generación predecible y sólida de flujo de caja
- Gran posicionamiento de mercado
- Oportunidades de crecimiento
- Oportunidades para mejorar la eficiencia
- Baja necesidad de gasto de capital (*Capex*)
- Base de activos sólida
- Equipo de gestión sólido

2.1.2.1. Generación de flujo de caja

La capacidad de generar flujo de caja de manera sólida y predecible es fundamental para los candidatos a LBO, debido a los altos niveles de apalancamiento. Los inversores de deuda requieren un modelo de negocio que demuestre la capacidad de soportar pagos periódicos de intereses y pago de deuda a lo largo de la vida de los préstamos y valores. Las características empresariales que apoyan la predictibilidad de un flujo de efectivo sólido aumentan el atractivo de una empresa como candidato a LBO (Fraser-Sampson, 2010).

Por ejemplo, muchos fuertes candidatos a LBO operan en un negocio maduro o de nicho con una demanda estable de los clientes y mercados finales. A menudo cuentan con una marca sólida, una base de clientes establecida y / o contratos de venta a largo plazo, todo lo cual aumenta la predictibilidad del flujo de efectivo. Los posibles

compradores y proveedores de financiación buscan confirmar la generación de flujo de efectivo de un candidato a LBO dado durante la debida diligencia para obtener el nivel requerido de comodidad con las proyecciones de la gestión del objetivo. Las proyecciones de flujo de efectivo se suelen someter a pruebas de esfuerzo (sensibilizadas) en función de la volatilidad histórica y las posibles condiciones futuras de negocio y económicas para garantizar la capacidad de soportar la estructura de financiación de LBO en circunstancias difíciles (Pearl, 2018).

2.1.2.2. Gran posicionamiento de mercado

La relevancia de un sólido posicionamiento de mercado se encuentra relacionada con el riesgo intrínseco de la compañía. Las posiciones líderes en el mercado generalmente reflejan relaciones de clientes arraigadas, reconocimiento de marca, productos y servicios superiores, una estructura de costes favorable y ventajas de escala, entre otros atributos.

Estas cualidades crean barreras de entrada y aumentan la estabilidad y predictibilidad del flujo de efectivo de una empresa. En consecuencia, el fondo dedica una gran cantidad de tiempo durante la *Due Dilligence*, a asegurarse el posicionamiento de mercado del *target*. Dependiendo de la familiaridad del fondo con el sector, se pueden contratar consultores para realizar estudios independientes que analicen la participación en el mercado y las barreras de entrada (Gutman, 2018).

2.1.2.3. Potencial de crecimiento

Las gestoras de capital riesgo buscan empresas con potencial de crecimiento, tanto orgánico como a través de posibles adquisiciones complementarias en el futuro. Este último modelo, basado en el crecimiento inorgánico, será explicado con detenimiento más adelante.

El crecimiento de ingresos a tasas superiores al mercado ayuda a impulsar rendimientos excepcionales, generando mayor efectivo disponible para la amortización de la deuda y también aumentando el EBITDA y el valor empresarial. El crecimiento también mejora la velocidad y las opciones para las oportunidades de salida. Por ejemplo, un perfil de crecimiento sólido es particularmente importante si el objetivo está designado para una eventual salida a bolsa (Rosembaum, 2018).

Las empresas con perfiles de crecimiento sólidos tienen una mayor probabilidad de impulsar la expansión múltiplo o arbitraje de múltiplo – una de las palancas de valor en PE, que será explicada en el epígrafe siguiente- del EBITDA durante el horizonte de inversión del patrocinador, lo que mejora aún más los rendimientos. Además, como se ha explicado en el punto de posicionamiento de mercado, las empresas más grandes tienden a beneficiarse de su escala, cuota de mercado, poder adquisitivo y perfil de riesgo más bajo, y a menudo son recompensadas con una valoración *premium*.¹

¹ En el sector, se entiende como valoración *Premium* aquella valoración que es superior a la de las empresas comparables. Es decir, aquella compañía es considerada de un mayor valor por los inversores.

2.1.2.4.Oportunidades de mejora de la eficiencia

Si bien un candidato ideal para LBO debería tener un sólido modelo de negocio en el momento de la adquisición, los fondos buscan oportunidades para mejorar las eficiencias operativas y generar ahorros de costes. En este sentido, unos mayores márgenes y resultados en términos absolutos repercuten de forma directa en la valoración de salida.

Como consecuencia, una vez adquirida la compañía, el nuevo equipo gestor buscará implementar medidas de mejora de la eficiencia y productividad empresarial. Las medidas tradicionales de reducción de costes incluyen la reducción de los gastos generales corporativos (de estructura), la optimización de las operaciones, la reducción de la plantilla, la racionalización de la cadena de suministro y la implementación de nuevos sistemas de informáticos. También, se puede buscar obtener nuevas condiciones (o negociar mejores condiciones) con proveedores y clientes existentes (Brown, 2022).

En un gran número de ocasiones, se recurre a expertos independientes en la consecución de estos objetivos. Estas iniciativas son un foco principal para los consultores y expertos de la industria contratados por el fondo para ayudar con la *Due Dilligence* y evaluar la oportunidad representada por el establecimiento de "mejores prácticas" en el objetivo. Su implementación exitosa a menudo representa una creación de valor sustancial (Brown, 2022).

Al mismo tiempo, el nuevo equipo gestor debe de tener cuidado de no poner en riesgo las ventas existentes o las atractivas oportunidades de crecimiento. Recortes extensos en marketing, inversión en capital, o investigación y desarrollo, por ejemplo, pueden afectar la retención de clientes, el desarrollo de nuevos productos u otras iniciativas de crecimiento. Tales movimientos podrían poner a la empresa en riesgo de disminución de las ventas y la rentabilidad.

2.1.2.5.Baja necesidad de inversiones en activos no corrientes (*Capex*)

Las inversiones en activos no corrientes, en inglés, *Capital Expenditures (Capex)*, son un elemento esencial a tener en cuenta en la adquisición de una compañía a través de un LBO. Ya que, la generación de flujo de caja es esencial para el repago de la deuda y los retornos finales de la operación, una inversión de carácter relevante reduciría el flujo de caja de forma considerable, y, por ende, los retornos.

Unas inversiones de *Capex* reducidas mejoran las capacidades de generación de flujo de efectivo de una empresa, debido al menor desembolso de caja a futuro. Como resultado, los mejores candidatos para LBO tienden a tener necesidades limitadas de inversión de capital. Sin embargo, una empresa con considerables necesidades de *Capex* todavía puede representar una atractiva oportunidad de inversión si tiene un fuerte perfil de crecimiento, altos márgenes de beneficio, y la estrategia de negocio es validada durante la diligencia debida.

Por ejemplo, si se adquiere una compañía industrial que goza de una planta de producción antigua y necesitada de una renovación, se deberá de realizar una inversión

relevante en la remodelación y modernización de la planta. Esto conllevaría una salida de caja relevante, que reduciría los retornos.

Durante la diligencia debida, el patrocinador y sus asesores se enfocan en diferenciar aquellos gastos considerados necesarios para continuar operando el negocio ("*Capex* de mantenimiento") de aquellos que son discretionales ("*Capex* de crecimiento"). El *Capex* de mantenimiento es el capital necesario para mantener los activos existentes (generalmente inmuebles, maquinaria y equipamiento) en sus niveles actuales de producción. El *Capex* de crecimiento se utiliza principalmente para adquirir nuevos activos o expandir la base de activos existente. Por lo tanto, el *Capex* de crecimiento puede ser reducido o eliminado en caso de que las condiciones económicas o el desempeño operativo disminuyan (Pearl, 2018).

2.1.2.6.Sólida base de activos

Una base de activos sólida puede servir como garantía contra un préstamo, beneficiando a los prestamistas al aumentar la probabilidad de recuperación de capital en caso de quiebra o concurso de acreedores.

Como se ha mencionado previamente, esto, a su vez, aumenta la disposición de los bancos a proveer deuda a la compañía. La base de activos de la compañía a adquirir es particularmente importante en el mercado de préstamos apalancados, donde el valor de los activos ayuda a dictar la cantidad de deuda bancaria disponible. Como consecuencia, debido a una mayor base de activos, los prestamistas conciben la concesión de deuda como de menor riesgo, y por ende, el tipo de interés será menor. Un tipo de interés menor tendrá un impacto directo en la generación de flujo de caja (PrivateEquityWire, 2022).

Una fuerte base de activos también tiende a significar barreras de entrada altas debido a la substancial inversión de capital requerida, lo que disuade a nuevos entrantes en los mercados de la compañía. Esto implica que la compañía objetivo opera en un mercado de menor riesgo, y como consecuencia esto reducirá el WACC (*Weighted Average Cost of Capital* – Coste de Capital de la Compañía), y como consecuencia la compañía gozará de una valoración superior (Krüger, 2015).

Sin embargo, una empresa con pocos o ningún activo todavía puede ser un atractivo candidato para LBO, siempre que genere suficiente flujo de caja. Asimismo, un mercado en el cual las necesidades de capital so reducidas, puede implicar un mayor potencial o facilidad de crecimiento para la compañía a adquirir.

2.1.2.7.Buen equipo gestor

Un buen equipo de gestión aumenta el atractivo (y el valor) de un *target* de LBO. Un equipo de gestión con talento es crítico en un escenario de LBO, dado la necesidad de operar bajo una estructura de capital altamente apalancada con objetivos de rendimiento ambiciosos.

Por ejemplo, la experiencia previa del equipo gestor bajo tales condiciones, así como el éxito en la integración de adquisiciones o la implementación de iniciativas de reestructuración, es muy valorada por los fondos de capital riesgo.

En gran número de ocasiones, el fondo suele buscar mantener al equipo gestor existente después de la adquisición. Es costumbre que la gestión retenga, invierta o se le conceda una participación significativa en el capital para alinear sus objetivos con los del fondo de capital riesgo. Asimismo, en la mayor parte de casos los fondos contratan a personal de dirección adicional, para saldar las carencias del equipo gestor en el momento de la adquisición. Por ejemplo, es muy común la introducción de un CFO – *chief financial officer* -, que asegure de forma interna los objetivos del fondo. Siendo un relevante nexo entre la compañía y el *Private Equity*.

Alternativamente, en aquellos casos en los que la gestión del objetivo es débil, los patrocinadores buscan agregar valor haciendo cambios clave al equipo existente o instalando un nuevo equipo para dirigir la compañía. En cualquier circunstancia, un equipo de gestión sólido es crucial para impulsar el rendimiento de la compañía en el futuro y ayudar al PE a cumplir sus objetivos de inversión (Rosebaum, 2018).

2.1.3. Valoración de retornos en *Private Equity*

En capital riesgo, existen dos métricas principales a la hora de valorar el retorno de la inversión: la TIR y el *Cash-on-Cash*. Es relevante mencionarlas para así poder analizar los objetivos de las operaciones de PE que los fondos intentan maximizar.

2.1.3.1. Tasa Interna de Retorno (TIR)

La tasa interna de retorno (TIR) es la métrica principal por la cual los PEs valoran el atractivo de una posible operación de LBO, así como el desempeño de sus inversiones existentes. La TIR mide el retorno total de la inversión de capital del fondo, incluyendo cualquier contribución de capital adicional realizada o dividendos recibidos durante el horizonte de inversión. Se define como la tasa de descuento que debe aplicarse a los flujos de efectivo de entrada y salida durante el horizonte de inversión para producir un valor presente neto (VAN) igual a cero (Pearl, 2018).

Aunque múltiples factores afectan la decisión final de las gestoras de perseguir una adquisición potencial, asegurarse el cumplimiento de los umbrales de TIR aceptables es crítica. Las gestoras típicamente buscan retornos superiores en comparación con otras inversiones para sus LPs², con un umbral de entorno 20%, históricamente considerado como la regla ampliamente aceptada. Este umbral, sin embargo, puede aumentar o disminuir dependiendo de las condiciones del mercado, la percepción del riesgo de una inversión y otros factores específicos de la situación. (Rosebaum, 2018)

La forma de calcular la TIR en una operación de *Private Equity* es la siguiente:

² LP – *Limited Partners*: los inversores del fondo, en contraposición al GP – *General Partner*, que es la gestora del fondo.

- Establecer como inversión inicial el capital puesto por el fondo
- Introducir anualmente los flujos de caja netos, tras el pago de la deuda e interés
- Establecer los *dividend recap*³, en caso de haber habido
- Establecer las inversiones adicionales realizadas por el fondo
- Precio de salida, tras la venta de la compañía, reduciendo el importe de la deuda por pagar

Los principales impulsores de la TIR incluyen el desempeño financiero proyectado del objetivo, el precio de compra y la estructura de financiación (particularmente el tamaño de la contribución de capital), así como el múltiplo de salida y el año. Como era de esperar, un fondo de *Private Equity* busca minimizar el precio pagado y la contribución de capital (maximizando la deuda inicial) mientras obtiene un fuerte grado de confianza en el futuro desempeño financiero del objetivo, así como la capacidad de salir a una valoración suficiente.

2.1.3.2. *Cash on Cash* – Múltiplo de Caja dispuesta

Además de la TIR, las gestoras también examinan los retornos en base a un múltiplo de la caja dispuesta en la adquisición (*Cash on Cash*). Por ejemplo, suponiendo que la gestora adquiere una compañía por 1.000m €, contribuyendo con 400 millones de euros de capital y 600m€ de deuda. Y vende la compañía por 1.500m€ al final del horizonte de inversión, habiendo repagado 200m€ de deuda. Por tanto, la caja recibida tras la venta sería de 1.100m€ = 1.500 (precio de venta de la compañía) – 400 (deuda restante por pagar). Por tanto, al ser el capital inicial de 400m€ y el final de 1.100m€, el cash-on-cash⁴ sería de 2,75x.

La principal diferencia con el método anterior es que, a diferencia de la TIR, el enfoque del *cash on cash* no tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo. Sin embargo, es una métrica más tangible y real, ya que es el dinero real que ponen los inversores y lo que reciben al terminar la vida del fondo. Además, la problemática principal de la TIR es que asume la reinversión de los flujos de caja anuales, lo que es irreal en una operación de LBO.

2.1.4. Análisis de las palancas de valor en *Private Equity*

En *Private Equity* existen tres palancas de creación de valor y obtención de retornos: arbitraje de múltiplo, crecimiento de resultados y apalancamiento. En el presente epígrafe analizaremos cada uno de ellos, realizando un análisis crítico al respecto.

³ *Dividend Recapitalization*: aumentar la cantidad de deuda en aras de repartir un dividendo excepcional al fondo. Se verá más adelante, como una de las estrategias de las gestoras de capital riesgo a la hora de aumentar retornos.

⁴ *Cash-on-cash*: métrica de retornos en capital riesgo, compara el capital dispuesto en la entrada del fondo con el capital recibido en la venta de la compañía.

2.1.4.1. Apalancamiento

Como se ha explicado previamente, los fondos de capital riesgo se benefician del apalancamiento durante la adquisición de la compañía para incrementar los retornos de forma considerable (Gutman, 2018). El concepto de utilizar apalancamiento para mejorar los retornos es fundamental para entender los LBOs. Suponiendo un valor de empresa fijo en la salida, utilizar un porcentaje más alto de deuda en la estructura de financiación (y una contribución de capital correspondientemente más pequeña) genera retornos más altos.

Es decir, el uso de apalancamiento aumenta los rendimientos esperados al poner la menor cantidad posible de su propio dinero. De esta manera, es posible lograr un gran CoC⁵ y TIR, ya que los propios flujos de caja de la compañía consiguen repagar la deuda, y el porcentaje de deuda restante en el momento de la adquisición se reduce. Esto se puede comprobar en la siguiente imagen:

Figura 2: Estructura de una operación de LBO



Fuente: Corporate Finance Institute (2022).

Equity corresponde al capital puesto por el fondo gestionado, y el cual recibirán los partícipes del mismo al final de la operación. En este sentido, se puede apreciar como la deuda existente al final de la transacción es menor a la inicial, como consecuencia, el capital recibido por los partícipes del fondo se incrementa de forma considerable cuando se utiliza deuda.

Es relevante recalcar que esta premisa sólo se cumple cuando la propia compañía genera flujos de caja suficiente para hacer frente a los intereses de la deuda y a el repago de la deuda.

⁵ CoC: *Cash on Cash*.

Sin embargo, si bien el apalancamiento aumenta los rendimientos del capital, la desventaja es que también aumenta el riesgo. (Corporate Finance Institute, 2022) Al agregar múltiples tramos de deuda a una empresa operativa, la firma de PE aumenta significativamente el riesgo de la transacción. Si el flujo de efectivo es ajustado y la economía de la empresa experimenta una recesión, es posible que no puedan pagar la deuda y tengan que reestructurarse, lo que probablemente eliminaría todos los rendimientos.

Dado que las firmas de capital privado reciben una compensación basada en sus rendimientos financieros, el uso de apalancamiento en un LBO es fundamental para lograr sus TIR objetivo (generalmente del 20-30%).

Problemática del apalancamiento:

Como se ha explicado previamente, las gestoras de *Private Equity* apalancan la adquisición de las compañías a través del modelo de *Leveraged Buyout*. En un LBO tradicional, el porcentaje de deuda utilizado rondaba el 80%, mientras que sólo existía un 20% de *equity*. Esto suponía que un fondo de 1.000€m podía adquirir de forma simultánea 4 o 5 compañías de más de 1.000€m de valoración. Esto provocaba un gran riesgo, ya que, en caso de que los resultados en alguna de las compañías no fuesen los esperados, el fondo carecía de capital suficiente para inyectar y reflotar la compañía.

Estas estructuras altamente apalancadas fueron utilizadas en los inicios del *Private Equity*. La primera ola de LBO comenzó a principios de la década de 1980 con los bonos de alto rendimiento popularizados por Michael Milken (comúnmente llamados 'bonos basura') como fuente esencial de financiación. Sin embargo, la especulación excesiva y los convenios mal redactados llevaron a acuerdos sobrevalorados que pronto resultaron en el colapso del mercado de bonos de alto rendimiento. Consecuentemente, también colapsó el mercado del capital riesgo. Incluso la operación más grande de la época, el LBO de fondo estadounidense KKR a la multinacional del consumo RJR-Nabisco, resultó en la quiebra de la compañía (Himani, 2020).

Durante la década de 1990, los LBOs comenzaron a ser vistos como una estrategia de adquisición con un alto riesgo, dejando poco margen para problemas de liquidez, en caso de que la empresa se vea afectada. Como consecuencia, se produjo la revisión de las estructuras de adquisición de las compañías (50/50 en lugar del 20/80 anteriormente).

Sin embargo, años más tarde, volvieron a popularizarse las operaciones de *Private Equity*. Tal fue así, que la década de los 2000, en el ámbito financiero, también es conocida como "la era de las mega adquisiciones". Sin embargo, este auge también fue de corta duración debido a la masiva desaceleración de la economía causada por la crisis financiera mundial en 2008. Una gran parte de las mega adquisiciones, como la adquisición de Harrah's Entertainment, TXU o Energy Future Holdings, etc. entraron en quiebra y se declararon en concurso de acreedores a finales de los 2000 (Himani, 2020).

Sin embargo, como establece Ruiz de Santayana (1905), quien olvida su historia está condenado a repetirla. Y así fue. En los finales de la década de 2010, con la bonanza económica, la industria del *Private Equity* volvió a aumentar sus porcentajes de

endeudamiento. Como consecuencia, durante la inesperada pandemia, numerosas empresas gestionadas por fondos de capital riesgo quebraron. En España, empresas como Calzados Maripaz o Ezentis, quebraron teniendo como a accionistas firmas de capital riesgo.

La explicada crítica al sector del *Private Equity* es popular en la doctrina financiera y económica. Medios como el Financial Times, critican el excesivo apalancamiento de los fondos de *Private Equity*. En artículo de septiembre de 2022, el citado periódico realiza una severa crítica a la industria del *Private Equity*, enfatizando los altos niveles de deuda a los que están sometidas las compañías propiedad de fondos de PE.

Figura 3: Comparativa de apalancamiento en compañías participadas por capital riesgo



Fuente: Financial Times (2022).

En la imagen superior se pueden apreciar los altos niveles de deuda presentes en las compañías propiedad de fondos de capital riesgo. Si se compara los niveles de deuda de las compañías de PEs (izquierda), frente a sociedades cotizadas (derecha), sorprende cómo los niveles de deuda superan con creces a los de compañías cotizadas.

Esta gráfica es aún más sorprendente si se tiene en cuenta el hecho de que la comparativa se realiza con compañías cotizadas, cuando se debería de realizar con compañías de menor tamaño. Las sociedades cotizadas, cuentan con unos niveles de facturación, una base de activos y un posicionamiento de mercado superior a la inmensa mayoría de compañías propiedad de fondos de PE. Por lo tanto, las compañías cotizadas pueden soportar mayores niveles de endeudamiento. Ya que, ante la mayor base de activos y el menor riesgo por su posicionamiento de mercado, su coste de deuda es menor. Además, sus flujos de caja pueden soportar una mayor capacidad de pago de intereses (Harvard Business Review, 2014).

Por ende, aun conociendo las altas capacidades de endeudamiento de las sociedades cotizadas, las compañías propiedad de sociedades de capital riesgo superan con creces sus niveles de deuda.

Todo lo mencionado previamente ilustra el alto riesgo de quiebra al que someten las gestoras de capital riesgo a las compañías que adquieren. Sin embargo, el hecho de que un mayor endeudamiento potencia los retornos de los fondos (explicado en los apartados previos), hace que las gestoras intenten maximizar los niveles de endeudamiento de las compañías. La balanza entre retornos y riesgo de quiebra es un elemento que las gestoras deben ponderar, atendiendo siempre al principio de prudencia y objetividad que regulan la contabilidad.

2.1.4.2. Arbitraje de múltiplo

En lo que respecta a los *Leveraged Buyouts* (LBOs), el precio es sin duda la consideración más importante. El arbitraje de múltiplo consiste en la adquisición de una compañía a una valoración o múltiplo bajos y la venta posterior de la compañía a un múltiplo más alto; como consecuencia la gestora obtiene retornos a través de la diferencia entre el precio de adquisición y el *exit*. En resumen, el objetivo detrás de la expansión múltiple es "comprar barato, vender caro". Aunque la expansión múltiple puede estar relacionada con cualquier tipo de compra, este concepto se utiliza ampliamente en las operaciones de capital riesgo.

El múltiplo de salida y de entrada viene condicionado por factores externos: múltiplo de cotizadas comparables, transacciones precedentes en el mercado, la competitividad en el proceso, el contexto económico, etc. Como consecuencia, es difícil predecir si existirá expansión de múltiplo en la operación de una compañía. Sin embargo, las firmas de PE aplican distintas técnicas para intentar aumentar el múltiplo de venta de sus participadas (CFI, 2023):

- Aumentar la eficiencia operativa y la generación de flujo de caja durante la inversión.
- Monitorizar las valoraciones múltiples actuales y las actividades de fusiones y adquisiciones en el mercado.
- Buscar proactivamente el mejor momento de salida de la inversión a la valoración de múltiplo más alta.
- Expansión geográfica⁶.
- Diversificación de productos.

Una vez que una gestora adquiere una empresa, busca gradualmente oportunidades de crecimiento mientras identifica ineficiencias operativas en las que se podrían realizar mejoras. Aunque no es una garantía de ninguna manera, las probabilidades de salir a una multiplicidad más alta mejoran si el fondo de *Private Equity* es capaz de implementar ajustes estratégicos como los mencionados anteriormente.

Lo contrario de la expansión múltiplo es conocido como la contracción de múltiplo, lo que significa que la inversión se vendió a una multiplicidad más baja que la multiplicidad de adquisición original. En tales casos, el comprador a lo mejor pagó

⁶ La expansión geográfica implica la diversificación de riesgos y como consecuencia un menor riesgo y una mayor valoración.

demasiado y posteriormente incurrió en pérdidas al vender la empresa. Sin embargo, para LBOs de mayor tamaño, una pequeña contracción múltiple puede ser aceptable (y a menudo se espera). Esto se debe a que el número de compradores potenciales se reduce a medida que menos compradores pueden permitirse comprar el activo (WallStreetPrep, 2023).

En la práctica, la mayoría de los modelos de LBO, especialmente en operaciones *mid-market* utilizan la suposición de salir a un múltiple mayor que el de entrada. Sin embargo, dado el nivel de incertidumbre de las condiciones del mercado y los eventos impredecibles que podrían tener un impacto significativo en el múltiple de salida, la práctica recomendada en la industria debería de ser el siguiente: múltiple de salida igual al múltiple de compra. (WallStreetPrep, 2023).

Problemática del arbitraje de múltiplo:

Como se ha explicado en el apartado anterior, el arbitraje de múltiplo es difícilmente controlable por los fondos de capital riesgo, debido a que depende de factores externos, no controlables por las firmas de capital privado. Sin embargo, como ilustra CEPRES Market Intelligence Report (2022) en la siguiente imagen, el arbitraje de múltiplo es la principal fuente de retornos en el capital riesgo:

Figura 4: Principales fuente de retornos en capital riesgo



Fuente: Financial Times (2022).

En la imagen superior se puede observar como la mayor parte de la creación de valor en *Private Equity* es debida al arbitraje de múltiplo (55-60%). Debido a que esta es la palanca de valor menos controlable y de menor valor añadido, se plantean dos cuestiones:

La primera cuestión es que, debido a que las firmas de *Private Equity* crean valor principalmente a través del arbitraje de múltiplo, realmente no crean valor ni mejoran el desempeño empresarial. Esta hipótesis se refuerza al tener en consideración que el gráfico superior omite el uso del apalancamiento como fuente de retornos. Sin embargo, más adelante se analizará en profundidad la creación de valor del capital riesgo.

La segunda cuestión que se plantea es que, a pesar de la dificultad de vender la compañía a un múltiplo superior al de compra – ha sido explicado en el punto anterior –, el arbitraje de múltiplo sigue siendo el mayor causante de retornos en el capital riesgo. Esto plantea la duda de si realmente existe una especie de *esquema de Ponzi* entre firmas de capital privado, como explican determinados expertos. Esto también se analizará más adelante.

2.1.4.3. Mejora del resultado empresarial

El presente punto hace referencia a la palanca de valor que realmente supone una mejora del desempeño empresarial. Es la palanca de valor más complicada para las gestoras de *Private Equity*, ya que implica profundizar en el negocio de la compañía, analizar los puntos más relevantes del sector, la búsqueda de puntos de mejora, la eficiencia de procesos, el aumento de la productividad, etc.

La mejora del resultado empresarial hace referencia a la mejora de los principales parámetros financieros de la compañía: ventas, EBITDA, flujo de caja, resultado neto, márgenes, etc.

Existen distintas formas de mejorar el resultado empresarial, sin embargo, los fondos de *Private Equity* se centran en 3 objetivos principales a mejorar en las compañías participadas:

A) Mejoras operacionales

En primer lugar, destacan las mejoras operativas como una fuente de creación de valor en las adquisiciones de compañías por parte de fondos de capital riesgo. Especialmente, destaca este potencial de mejoras operativas en las adquisiciones de empresas públicas por parte de fondos de capital riesgo, ya que, en gran parte de las ocasiones, pueden surgir fricciones o problemas de agencia en las empresas públicas debido a la separación entre propiedad y control (Jensen, 1989). Por ende, al entrar en una participación mayoritaria, asegurando el control de la compañía, los fondos de *Private Equity* consiguen alinear sus objetivos con los del equipo directivo. Esto se realiza a través de bonus y *earnouts*, como se ha explicado en apartados previos.

Sin embargo, la adquisición de compañías públicas es un porcentaje reducido de las operaciones totales en *Private Equity*. En este sentido, los conflictos de agencia son generalmente menos preocupantes en las empresas privadas, donde los propietarios suelen ejercer un control directo sobre sus empresas.

Por otro lado, si existe lugar de mejora en las empresas privadas en el ámbito de la profesionalización y dirección. Ya que, estas pueden verse limitadas por la falta de experiencia profesional, que las empresas de capital privado podrían proporcionar. Las oportunidades de mejora operativa son especialmente grandes entre las empresas privadas con bajo rendimiento, así como en las de tamaños reducido (Cohn, 2022).

B) Superación de los límites financieros

La segunda fuente de creación de valor en *Private Equity* en la gestión de las compañías participadas es la superación de las restricciones financieras que limitan la realización de oportunidades de crecimiento.

Las limitaciones de financiación son particularmente relevantes para las empresas privadas, que típicamente dependen de deuda para financiar su crecimiento, al tener un acceso limitado a los mercados de capital. Una empresa privada altamente apalancada podría verse obligada a renunciar a inversiones estratégicas y financieramente interesantes debido a la imposibilidad de financiación adicional (Jonathan Cohn, 2022). Sin embargo, a través de la adquisición por un fondo, las participadas se ven beneficiadas por la inyección de capital⁷ y por mayores posibilidades de endeudamiento debido a la mayor fiabilidad depositada en las gestoras.

Además, las adquisiciones por parte de gestoras de capital riesgo reducen los niveles de endeudamiento de las empresas participadas (Erel I., 2015). Las inyecciones de capital en las empresas del portafolio en el momento de la compra por parte de empresas de capital privado y/o después de la compra podrían relajar de manera similar los niveles de endeudamiento y permitir a las empresas perseguir oportunidades de crecimiento previamente inexploradas. Además, las mejoras en la gestión de la caja como parte de las mejoras operativas generales podrían liberar recursos internos para financiar el crecimiento (Jonathan Cohn, 2022).

C) Mecanismos ingeniería financiera

La tercera fuente potencial de creación de valor en la adquisición por parte de fondos de PE es la ingeniería financiera.

En el caso de empresas públicas, una fracción significativa de la creación de valor se debe a la reducción de la carga fiscal a través de mecanismos financieros y de los escudos fiscales producidos por el pago de intereses (Guo, 2011). Además, de acuerdo

⁷ En gran parte de las adquisiciones de capital riesgo existe una ampliación de capital, inyectándose capital adicional en la sociedad.

con Cohn, Mills y Towery (2014), los escudos fiscales adicionales generados en las adquisiciones de empresas públicas hacen que las empresas objetivo no paguen impuestos corporativos durante varios años después de la adquisición.

Asimismo, los escudos fiscales también pueden ser una fuente importante de creación de valor en las adquisiciones de empresas privadas. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, debido a que la mayoría de las empresas privadas no tienen acceso a grandes cantidades de capital y generalmente satisfacen sus necesidades de capital a través de la financiación de deuda vía bancos. Como consecuencia, parte de las compañías privadas adquiridas ya cuentan con balances altamente apalancados, lo que limita el alcance de la ingeniería financiera (Cohn, 2022).

Además, como se ha explicado previamente, las empresas privadas, debido a su menor tamaño y menos posicionamiento en el mercado, tienden a tener un mayor riesgo de quiebra, lo que puede desanimar a las gestoras de capital riesgo a aumentar drásticamente el apalancamiento de estas empresas (Altman, 2019).

III. MODELO FINANCIERO Y ESTUDIO DE DATOS

No es posible realizar una valoración y crítica objetiva del sector del capital riesgo sin atender a la realidad práctica y al impacto en el tejido empresarial de los fondos de PE. Es por ello, que se considera necesario realizar un modelo que analice en profundidad qué implicaciones tiene la adquisición de un fondo de capital riesgo sobre la compañía participada.

En este sentido, con el modelo realizado, se pretende analizar y realizar una crítica sobre la creación de valor en capital riesgo. Además, con este modelo se podrán analizar los niveles de endeudamiento en las adquisiciones de *Private Equity*, los precios de compra y venta de los fondos de capital riesgo, la envergadura de las operaciones realizadas, entre otros. Las métricas a analizar y las conclusiones y hallazgos del modelo se presentarán en el presente epígrafe.

El modelo elaborado recoge todas las operaciones de *Private Equity* realizadas desde 2006 hasta enero de 2023 en Estados Unidos, Canadá y Europa (en torno a 90.000 operaciones). Con ello, se pretende estudiar las principales métricas financieras de los principales mercados a nivel global de *Private Equity*, en aras de obtener conclusiones y realizar una crítica del sector.

3.1.METODOLOGÍA

3.1.1. Base de datos utilizada

Entre todas las bases de datos financieras: Factset, Bloomberg, CapitalIQ, Global Financial Data, SABI, etc. se ha decidido utilizar MergerMarket por los motivos que se explican en los siguientes párrafos.

En primer lugar, es necesario recalcar que la base de datos seleccionada ha sido Mergermarket debido a que es la fuente que cuenta con un mayor número de datos sobre

operaciones de capital riesgo. Como consecuencia, es la fuente de datos principal en el sector del PE, contando con un apartado focalizado en *Private Equity deals*, en español operaciones de capital riesgo. El mencionado apartado recoge y concentra toda la información pública de operaciones de fusiones y adquisiciones a nivel global, desde las principales métricas financieras, hasta la descripción de la operación, despachos y firmas de banca de inversión involucradas.

El segundo motivo por el cual se ha decidido utilizar MergerMarket es debido a que proporciona datos internacionales, es decir, proporciona datos de operaciones de todas las geografías. A diferencia de fuentes como Sabi o DBK, a través de MergerMarket se ha podido obtener información no sólo de España o Europa, sino también de Estados Unidos y Canadá.

Asimismo, la base de datos de Merger Market destaca por su capacidad para filtrar y desglosar los datos. Por ende, a través de su base de datos se puede filtrar por país y por sector, permitiendo analizar sólo las operaciones de *Private Equity* en los países objetivo.

3.1.2. Obtención de datos

A pesar de la gran cantidad de posibilidades que ofrece MergerMarket, la obtención de los datos ha sido ardua y compleja.

En primer lugar, MergerMarket cuenta con 400.000 operaciones en su base de datos al cierre de este análisis⁸. Como consecuencia, la labor de filtrado y selección de las operaciones de capital riesgo fue esencial. Esta se realizó en un principio, en la propia página de MergerMarket a través del gran número de filtros que proporciona la base de datos. Tras, la selección de aquellas operaciones que sólo fueran de capital riesgo, el número de operaciones resultante fue de 105.000 operaciones. De esta manera, se eliminaron aquellas operaciones ajenas al sector del capital riesgo, como puede ser la adquisición de una empresa industrial de un competidor, ya que el análisis de estas operaciones resulta ajeno al objeto de estudio.

Una vez realizada esta preselección, se procedió a escoger sólo las operaciones concluidas a partir de 2006. El motivo detrás de la elección de este año es debido a que es dos años previo a la crisis global de 2008. Por ende, se podrá analizar la industria del PE previa a la crisis mundial, así como el impacto de la crisis en sector, y cómo se recuperó este en los años siguientes. El hecho de filtrar las operaciones a partir de 2006, redujo el número de operaciones a 90.000.

Una vez se contaba con las 90.000 operaciones de capital riesgo en el modelo, se decidió centrar el objeto de estudio en las operaciones de Estados Unidos, Europa y Canadá. Esto es debido a que son aquellos mercados maduros de *Private Equity*, así como los de mayor relevancia a nivel global. En este sentido, se consideró que estudiar los datos de las operaciones de África, Sudamérica y Oceanía podría ser contraproducente de cara a la obtención de conclusiones, debido a la opacidad de los datos, la fluctuación del precio

⁸ Concretamente, se han considerado las operaciones realizadas hasta el 5 de marzo de 2023.

de las divisas y la inmadurez del mercado. Tal filtrado, permitió reducir el número de operaciones objeto de estudio a 73.000 operaciones.

Una vez se delimitó que el objeto de estudio eran las operaciones de *Private Equity* de 2006 a 2023 en Europa, Estados Unidos y Canadá – 73.000 operaciones -, se procedió a realizar un filtro de aquellas operaciones sobre las que existía información suficiente. En este sentido, se filtró para utilizar sólo aquellas operaciones sobre las que existía información sobre el precio de adquisición, las ventas, la deuda financiera neta y el EBITDA. El número de operaciones resultante de este último filtro fue de: 5.745 operaciones. Este número corresponde, por tanto, a las operaciones de *Private Equity* en Europa, Estados Unidos y Canadá desde 2006 a febrero de 2023, sobre las cuales hay información suficiente de las métricas financieras indicadas antes.

Este último filtro redujo en un gran número, las operaciones objeto del trabajo. Esto es debido a que, en la mayor parte de operaciones, no se publican los datos relativos a la adquisición ni a los resultados de las compañías. Esto es debido a la gran opacidad y competitividad en el sector. Por ende, cobra sentido que, de las más de 70.000 operaciones del modelo, sólo 5.745 puedan ser utilizadas para el análisis debido a la falta de datos.

Por lo tanto, aquellas operaciones en las que se carecía de información sobre estos parámetros, se descartaron. Esto es debido a que, si no se tiene el valor de adquisición, ventas o EBITDA de la compañía objeto de la operación, no es posible realizar el análisis. Las operaciones en las que estas métricas no están disponibles no son útiles para el estudio. Desgraciadamente, debido a la poca transparencia del sector, esto es algo muy habitual.

Sin embargo, una vez se realizaron los filtros y análisis mencionados, todavía no era posible comenzar con el trabajo de modelización. Esto es debido a que sólo era posible realizar descargas de 100 operaciones, debido al gran peso de los datos descargados (esto se explica por el gran número de filas y columnas presentes en cada operación). Como consecuencia, como las descargas eran de 100 en 100 operaciones, se tuvo que realizar la ardua labor de descargar 60 hojas de cálculo en formato excel, y después anexionarlos uno tras uno en un modelo conglomerado final.

El modelo resultante ha sido el utilizado para el presente análisis. El modelo cuenta con 5.745 operaciones de *Private Equity* con los siguientes datos: *enterprise value*, deuda financiera neta, EBITDA, EBIT y facturación de la compañía objetivo en el año de la venta; denominación social de la compañía adquirida; vendedor; comprador; país de la compañía adquirida, del vendedor y comprador; descripción de la operación, industria de la compañía adquirida y del comprador; fecha de la operación; moneda en la que se encuentran los datos y tipo de operación.

3.1.3. Cálculo de principales métricas financieras

Una vez se determinó los datos objeto de estudio, se procedió a calcular las principales métricas financieras de las 5.745 operaciones de *Private Equity* contenidas en el modelo, para así proceder al análisis y poder obtener conclusiones y hallazgos. A través

de la comparativa de los distintos múltiplos, se pretende analizar a qué precio adquieren los fondos, permitiendo hacer valoraciones y comparativas al respecto.

1. Múltiplo EV/EBITDA: se ha procedido a calcular el múltiplo EV/EBITDA de todas las operaciones del modelo, al ser el múltiplo de referencia a la hora de analizar el precio de adquisición de una compañía. De esta manera, se incluye en el modelo para poder analizar cómo de barato o de caro compran los fondos de *Private Equity*, así como analizar su creación de valor a través de arbitraje de múltiplo, como se verá más adelante.

El múltiplo EV/EBITDA es el múltiplo de referencia en finanzas y valoración de empresas. El *enterprise value*, de ahora en adelante EV, corresponde con al coste real de adquisición de la compañía. Mide el valor total de una empresa y es a menudo utilizado como una alternativa más completa a la capitalización bursátil, ya que incluye la deuda a corto y largo plazo, así como la caja o efectivo disponibles. Esto es debido a que una empresa, al igual que un activo, es más o menos “cara” si goza de caja o si se encuentra endeudada (Fernando, J., 2022).

2. Múltiplo EV/EBIT: se ha procedido a calcular además el múltiplo EV/EBIT ya que, para las compañías intensivas en capital, resulta la mejor métrica de valoración. Asimismo, el EV/EBIT es de gran utilidad cuando se utiliza en conjunto con el EV/EBITDA, dado que ambos múltiplos no se ven afectados por las diferencias en la estructura de capital, y los dos son probablemente los múltiplos más comúnmente utilizados en valoración de empresas.

Sin embargo, una distinción notable es que el EV/EBIT tiene en cuenta la depreciación y amortización, de ahora en adelante, D&A. Aunque la diferencia entre EBIT y EBITDA es reducida en un gran número de industrias, el gasto en D&A es relevante tenerlo en consideración, ya que reduce el resultado contable y puede ser relevante en determinadas industrias.

Como consecuencia, en industrias intensivas en capital y bienes, existen diferencias significativas en D&A (por ejemplo, minería o industrial); y el hecho de que el EV/EBIT incluya D&A puede hacerlo una medida más precisa del valor de una compañía (WallStreetPrep, 2021).

3. Múltiplo EV/Ventas: a diferencia del EV/EBITDA, que tiene en cuenta los gastos operativos, el EV/R solo analiza las fuentes de ingresos de una compañía sin atender a sus costes. La ventaja del EV/Ventas es que puede utilizarse para empresas que aún no generan ingresos o ganancias. Como esto sucede en ocasiones en capital riesgo, sobre todo en operaciones de *restructuring*, resulta una métrica también relevante a implementar.

Las limitaciones de utilizar este múltiplo son las siguientes: debe utilizarse para comparar empresas en la misma industria, y no ilustra la habilidad de generación de beneficios de una compañía, el cual es el elemento principal a tener en consideración por un inversor.

Asimismo, el múltiplo EV/Ventas toma gran importancia en compañías emergentes, *start-ups* y tecnológicas, debido a que las ventas son un buen indicador de crecimiento y útil a la hora de calcular cuota de mercado.

Respecto a la posibilidad de realizar el análisis a través del DCF, esto no resultaría posible debido a que se carece de información suficiente para poder calcular los flujos de caja de las compañías objeto de adquisición por fondos de *Private Equity*.

3.1.4. Formulación de los datos y estudio por países

Una vez se concluyó el cálculo de los principales múltiplos financieros, se han formulado los datos para eliminar *outliers* (múltiplos negativos o extremadamente altos o bajos que carecen de lógica). Asimismo, se ha formulado para poder clasificar las operaciones por países, en aras de poder realizar los análisis del siguiente epígrafe. Además, se han formulado determinadas columnas para evitar errores que imposibilitaban el cálculo de los promedios, desviaciones típicas y varianzas.

Asimismo, se procedió a clasificar las operaciones por países, en función del país en el que se encuentra la sede social de la compañía objeto de la operación. De esta manera, es posible analizar las características de las principales regiones: Estados Unidos, Canadá, Europa, etc. Además, se podrá realizar un análisis por país, ya que el mercado del *Private Equity* cuenta con distintos grados de madurez en función del país. En este sentido, se puede apreciar como la industria del PE se encuentra más avanzada en países como Inglaterra y Holanda que en España o Portugal, como veremos más adelante (Statista, 2022).

Además, ha resultado esencial homogeneizar los datos en euros, ya que el valor de los datos en dólares, francos suizos o libras esterlinas imposibilita realizar comparaciones y por tanto imposibilita el análisis. Debido a que la mayor parte de los países objeto de estudios poseen como moneda el Euro, se ha tomado tal moneda como referencia. Esta labor de homogeneización a una moneda común es especialmente relevante realizarla de una forma correcta, ya que el valor de las divisas varía en el tiempo. Por ende, la opción elegida, y que consideramos tiene más sentido, ha consistido en aplicar el *Exchange Rate (ER)*, en español tipo de cambio, en el momento de la operación, lo que ilustrará el valor real de la operación. Esto se ha realizado a través de la base de datos de Mergermarket, la cual contiene la variación del precio de las divisas en el tiempo, y teniendo en consideración la fecha de cierre de la operación.

Además de las métricas y ordenación explicadas, se procedió a crear distintas pestañas de profundización de los análisis. Por ejemplo, para el análisis del nivel de endeudamiento en la industria del PE, se procedió a crear una pestaña en la cual se calcularon diferentes ratios de endeudamiento y se realizaron distintas gráficas y tablas comparativas. Esto se verá con detenimiento más adelante.

3.2. ANÁLISIS DEL MODELO. PRINCIPALES HALLAZGOS

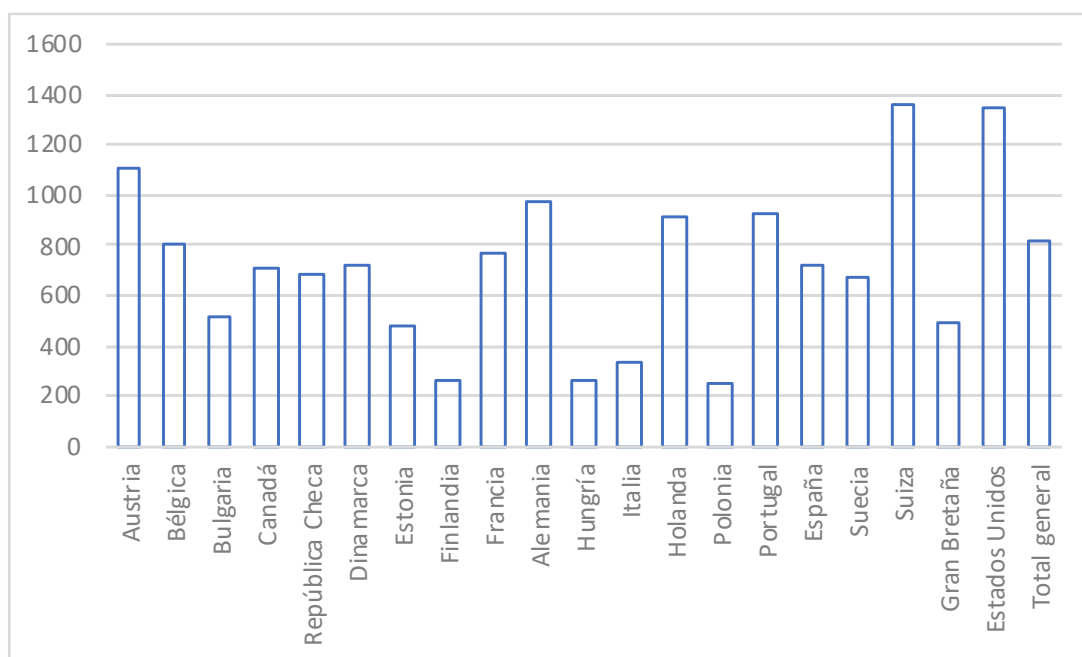
Del modelo elaborado se pueden obtener las siguientes conclusiones:

1. Estados Unidos de América, y Suiza, Holanda y Austria en Europa son los países en los cuales se realizan las operaciones de PE de mayor envergadura.

Al analizar el promedio de *Enterprise Value*, facturación y EBITDA de las compañías objeto de adquisición por fondos de capital riesgo, se puede observar como Estados Unidos, Países Bajos, Austria y Suiza cuentan con las mayores medias. Es decir, en estos países se realizan operaciones de mayor tamaño que en el resto de países estudiados.

En primer lugar, respecto al EV, destacan Estados Unidos y Suiza. El país americano cuenta con un valor medio de las compañías objeto de operaciones de PE de 1.341€m y sólo se encuentra superado por Suiza, con un valor medio de 1.363€m. El EV es un indicador directo del tamaño de la operación, ya que es el precio por el que se adquiere la compañía.

Figura 5: Promedio de *Enterprise Value* por país (€m)



Fuente: Elaboración propia, modelo financiero a través de base de datos de MergerMarket.

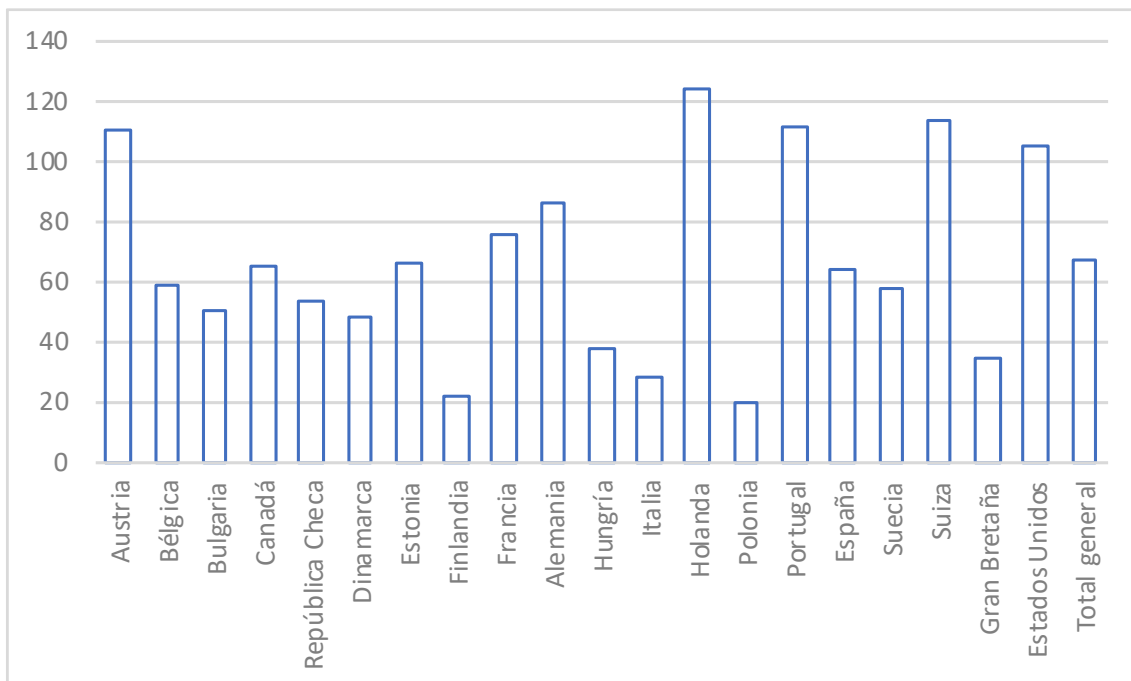
El hecho de que Estados Unidos, cuente con uno de los mayores valores medios de operaciones de *Private Equity*, no asombra a nadie. Estados Unidos es el país creador de las operaciones de capital riesgo y aquel en el cual se encuentran los principales fondos de PE del mundo: KKR, Carlyle, Blackstone, Bain Capital, etc.

Sin embargo, sorprende la presencia de Suiza, frente a países como Gran Bretaña, Alemania o Francia. De hecho, el valor medio de las operaciones de PE en Suiza supera al de Estados Unidos, lo que es realmente sorprendente. En mi opinión, los principales

motivos son los siguientes. En primer lugar, Suiza es el país con mejor *rating* crediticio a nivel global, ya que cuenta con la máxima puntuación en las tres principales agencias de rating: AAA en S&P, Aaa en Moody's, y AAA en Fitch (Trading Economics, 2023). Además, un elemento que atrae a grandes inversores de *Private Equity* son los numerosos beneficios fiscales del país. Sólo a modo de ilustrar, destaca un impuesto de sociedades cercano al 10% y un tipo bonificado al 100% para sociedades holding (Relocate&Save, 2022).

Respecto al EBITDA, también se ha procedido a calcular el EBITDA promedio de las empresas objeto de adquisición por fondos de *Private Equity*. El EBITDA resulta relevante ya que, es el elemento más representativo de los beneficios operativos de una compañía y además puede ilustrar el tamaño de la misma. En la tabla inferior, destaca la presencia de Estados Unidos, Suiza, Holanda, Austria y Portugal como países en los cuales se adquieren las mayores compañías por parte de la industria de capital riesgo.

Figura 6: EBITDA promedio de las compañías objeto de adquisición por fondos de PE, por país (€m)



Fuente: Elaboración propia, modelo financiero a través de base de datos de MergerMarket.

El principal motivo por el cual aparecen Austria y Holanda como países con un tamaño promedio de operación elevado es por su gran *rating* crediticio. Esto resulta esencial en la industria del *Private Equity*, ya que, como se ha explicado en epígrafes previos, los fondos de capital riesgo compran a través de operaciones de LBO, es decir, compras apalancadas. En este sentido, en aquellos países con un *rating* mayor, y con menor riesgo, por tanto, el coste de la deuda será significativamente menor. Como consecuencia, los pagos en intereses de la deuda concedida, serán menores en países como Austria y Holanda, lo que facilita a los fondos de capital riesgo la consecución de retornos y aumenta las posibilidades de éxito de la operación. Asimismo, la posibilidad

de que la compañía objeto de adquisición quiebre también será menor, debido a los menores costes financieros (IESE, 2022).

Además de por los citados motivos, Holanda resulta un país increíblemente atractivo para la industria del *Private Equity*, debido a los bajos impuestos para los inversores en acciones, al existir un tipo reducido para los receptores de dividendos. Asimismo, la bolsa de Ámsterdam es especialmente flexible, permitiendo una doble cotización con el NYSE, lo que aumentaría las posibilidades de liquidez y el atractivo de los inversores en caso de salida a bolsa tras el paso del fondo.

Sin embargo, no resulta coherente la presencia de Portugal entre los países con operaciones de mayor tamaño. Esto es debido a que no es un mercado desarrollado de capital riesgo y el hecho de que pocos fondos internacionales cuentan con oficinas y equipos en Portugal. La explicación de un EBITDA promedio tan alto, se debe a la reducida cuantía de operaciones. En el modelo utilizado, sólo se cuenta con ocho operaciones en Portugal, debido a la poca madurez del sector del PE en el país. Como consecuencia, una operación especialmente menor o de gran tamaño, influye de gran manera en la media. Esto es lo que sucede en Portugal, ya que, en 2020, se produjo la adquisición de Brisa, mayor concesionaria de autopistas de Portugal con un valor de 5.000€m. Como consecuencia, el dato “infla” el EBITDA promedio. Por lo tanto, Portugal no se puede considerar con uno de los países de referencia en términos de tamaño de las operaciones de *Private Equity* (base de datos de MergerMaket, 2020).

Respecto a los países en los cuales se adquieren compañías con mayores niveles de facturación destaca Alemania. En un primer momento, puede parecer poco intuitivo que, aquel país cuyas compañías cuentan con el mayor nivel de facturación promedio, no sea también aquel con las mayores valoraciones (EV) o mayores márgenes operativos (EBITDA) en las operaciones de PE. Sin embargo, el motivo detrás de esta discordancia es el particular tejido empresarial alemán. En este sentido, las principales industrias en Alemania son la automoción, la construcción de maquinaria, la industria química y la industria eléctrica y electrónica, todas ellas industrias que se caracterizan por sus bajos márgenes (Deutschland.de, 2022).

Es razonable, entonces, que a pesar de que la industria del capital riesgo alemán cuente con la adquisición de las mayores compañías en términos de ventas, no sean en cambio las compañías de mayor valoración (EV) o las de mayores beneficios.

2. Las operaciones de Private Equity cuentan con niveles de apalancamiento increíblemente altos. Especialmente en Estados Unidos, Holanda y Canadá.

Para este análisis se han tomado como referencia las siguientes métricas: el *Equity Value*, la deuda neta y el EBITDA. El motivo por el cual se han utilizado estas métricas se expone en los párrafos siguientes.

Respecto a la deuda neta, esta métrica es la más ilustradora del nivel de endeudamiento de una compañía, ya que tiene en cuenta la caja disponible. Es decir, la Deuda Financiera Neta es el resultado de deducir a la deuda financiera la caja financiera y otros instrumentos líquidos de la compañía. Por tanto, mostrando la deuda restante y que habrá de ser pagada por flujos de caja futuros. Esta métrica se utiliza para medir la

estabilidad financiera de una empresa y proporciona a analistas e inversores información sobre cómo de apalancada se encuentra la compañía. Las empresas con una deuda neta negativa generalmente están en una mejor posición para resistir cambios económicos adversos, tasas de interés volátiles y recesiones. Además, la deuda financiera neta resulta especialmente relevante en el cálculo del EV. Ya que, el EV es igual al *Equity Value* o capitalización bursátil más su deuda neta. La razón por la cual se resta la caja a la deuda es porque esta se puede utilizar para compensar cualquier cantidad que se deba a los acreedores (Corporate Finance Institute, 2022).

Respecto al *Equity Value*, de ahora en adelante EqV, equivale a la cotización bursátil o valoración de la compañía, teniendo en consideración toda la estructura de capitales de la compañía. Debido a la estructura del $EV = EqV + DFN$ resulta relevante comparar que porcentaje del valor de adquisición de la compañía es deuda y cual el valor *per se* de la empresa. El ratio utilizado para realizar tal análisis se explicará más adelante.

Respecto al EBITDA, como se ha explicado anteriormente, refleja el margen operativo de la compañía sin tener en consideración los gastos en D&A. Es particularmente relevante este último punto, ya que el gasto en D&A no implica un desembolso de caja. Por tanto, el EBITDA es la métrica de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias que mejor ilustra la generación de caja de una compañía. Frente a esto, el EBIT en cambio sí deduce los gastos de D&A y por tanto, suele distar más del Flujo de Caja Libre (CFI, 2023).

Una vez calculados los EBITDA, EqV y DFN promedios por país, se procedió a calcular dos ratios de endeudamiento en aras de ponderar el endeudamiento de las compañías adquiridas por fondos de PE. Los dos ratios seleccionados han sido el ratio DFN/EBITDA y el ratio DFN/EqV.

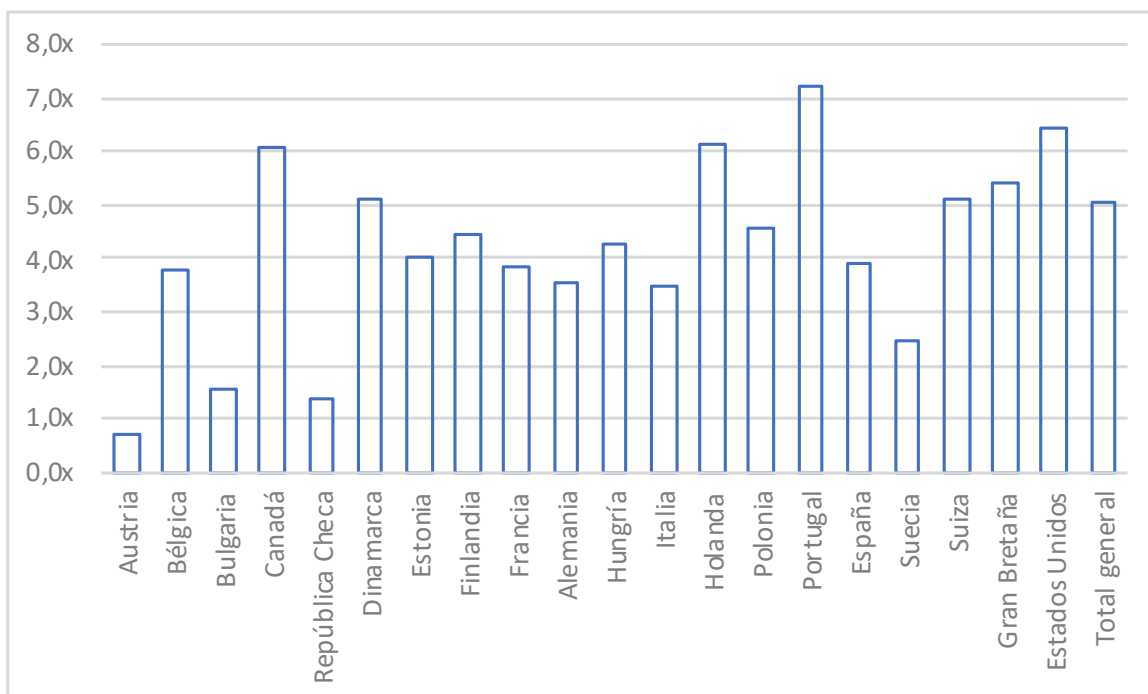
Respecto al ratio DFN/EBITDA, este resulta especialmente relevante debido a que se utiliza comúnmente para determinar la capacidad de la empresa para pagar su deuda a largo plazo, al ser una medida relevante de la salud financiera de una empresa y de su capacidad para manejar su deuda. Este ratio se calcula dividiendo la deuda neta de una compañía por su EBITDA.

Ratio DFN/EBITDA: resulta especialmente interesante para inversores y accionistas, ya que, muestra cuántos años tardaría una empresa en pagar su deuda si la deuda neta y el EBITDA se mantienen constantes. Es decir, muestra la habilidad de una compañía de gestionar su endeudamiento, así como la habilidad y capacidad de poder hacer frente a sus deudas con su caja operativa. Los ratios superiores a 4x o 5x DFN suelen indicar que una empresa tiene menos probabilidades de poder manejar su carga de deuda, y por lo tanto tiene una menor probabilidad de poder asumir la deuda adicional necesaria para hacer crecer el negocio (Kenton, 2020).

Como consecuencia, este es un ratio esencial en la industria del *Private Equity*, ya que las gestoras de capital riesgo analizan este ratio en las compañías potenciales a adquirir, para poder ver cuanto más sería posible endeudar la compañía. Esto es debido al funcionamiento de las operaciones de capital riesgo, en las cuales, a través de un LBO se apalancan las compañías participadas para potenciar los retornos de la inversión, como se ha explicado previamente.

En términos de DFN/EBITDA, los países cuya media de operaciones cuenta con un mayor nivel de apalancamiento son: Estados Unidos, Gran Bretaña, Suiza, Holanda y Canadá. Esto se puede ver en la siguiente tabla:

Figura 7: Ratio DFN/EBITDA promedio, por país



Fuente: Elaboración propia, modelo financiero a través de base de datos de MergerMarket.

Como se ha mencionado anteriormente, unos valores de NFD/EBITDA de entorno a 4x o 5x son considerados como altos y poco recomendables. Sin embargo, vemos como países como Estados Unidos, Gran Bretaña, Holanda o Canadá cuentan con ratios de 6-6.5x. Esto resulta especialmente grave al tener en consideración que estos porcentajes excluyen la deuda adicional incluida en las compañías como consecuencia de la operación de LBO.

Sin embargo, no sólo resulta impactante el ratio de endeudamiento en los países mencionados, sino que de media, entre todos los países analizados, el ratio de DFN/EBITDA es de 5.05x. Por lo tanto, en la industria del PE en general, con independencia del país se endeudan en exceso las compañías.

Por tanto, se puede concluir, en base a los datos analizados, que los fondos de *Private Equity* apalancan las compañías participadas en exceso, con el objetivo de potenciar los retornos al máximo, lo que en determinadas situaciones lleva a la quiebra de las mismas. Esto sucede especialmente, en casos de ciclos económicos negativos o de subidas del tipo de interés, como nos encontramos en la actualidad.

Respecto al alto ratio existente en Portugal, como se ha explicado de forma previa, este es debido al poco número de operaciones de capital riesgo que ha habido hasta la fecha. Por este motivo, la operación de la concesionaria de autopistas Brisa, la cual se encontraba increíblemente apalancada, varía de forma considerable la media de deuda

financiera neta por operación. Como consecuencia, los altos niveles de deuda presentes en la operación de Brisa, hacen que el ratio DFN/EBITDA portugués sea un *outlier* y no lo podamos tener en consideración.

Ratio Deuda Neta/EqV: también conocido como *gearing ratio*, mide cómo de endeudada se encuentra una compañía en comparación con valor bursátil. Utilizamos, por lo tanto, este ratio, porque muestra los niveles de apalancamiento de una compañía, siendo un indicador del riesgo financiero asociado con una empresa. Por tanto, si una empresa cuenta con un ratio elevado, esta tendrá demasiada deuda y podrá encontrarse con dificultades financieras.

Un *gearing ratio* alto supone una alta proporción de deuda con respecto al capital, mientras que uno bajo muestra una mayor solvencia. Es importante comparar los niveles de apalancamiento de una empresa con aquellas de la misma industria, ya que determinadas industrias se caracterizan por ser intensivas en capital o tener muchos activos fijos, como las industriales. En estos casos, es probable que tengan más deuda en comparación con otras empresas de menos activos.

Por ejemplo, las empresas de servicios públicos suelen tener un *gearing ratio* alto. Sin embargo, este es considerado aceptable, ya que es una industria regulada. Las empresas de servicios públicos gozan de un quasi-monopolio en su mercado, lo que hace que su deuda tenga un menor riesgo que una empresa con los mismos niveles de deuda, que opere en un mercado competitivo (Boyte-White, 2021).

Por lo tanto, el ratio Deuda Neta/ EqV viene determinado principalmente por la tipología de industria. Sin embargo, existen algunas pautas básicas a la hora de determinar que *gearing ratio* puede ser considerado perjudicial (Boyte-White, 2021).

- Una compañía con un ratio DFN/EqV superior al 50% se considera altamente apalancada. Como resultado, la empresa se encontraría ante un mayor riesgo de quiebra, ya que en caso de un mal ciclo económico o subida de los tipos de interés, los intereses de los préstamos y demás costes de financiación podrían convertir a la empresa en insolvente.
- En cambio, un ratio de apalancamiento de entre el 25% y el 50% se considera óptimo o normal para empresas en una industria general.
- Finalmente, un *gearing ratio* inferior al 25% se considera bajo, existiendo un menor riesgo tanto para los inversores como para los prestamistas.

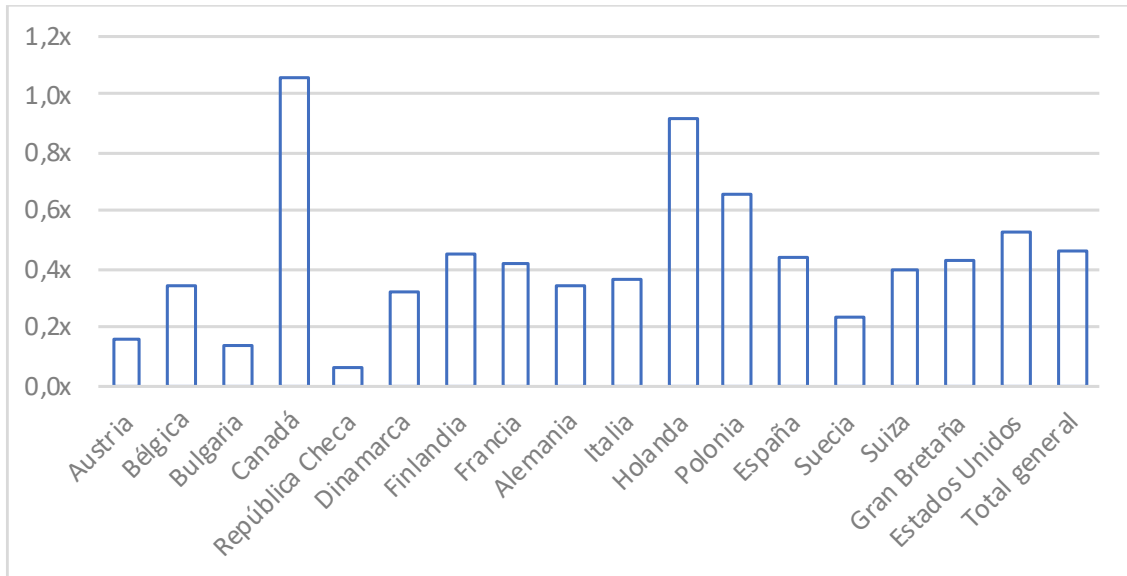
Teniendo en consideración esta última clasificación, procedemos a analizar los ratios de endeudamiento resultantes del modelo. De la tabla inferior, podemos analizar como Canadá, Holanda y Estados Unidos son los países que cuentan con niveles más altos de endeudamiento en términos de Debt/EqV.

De acuerdo con el modelo realizado, en Canadá y Holanda la mitad del coste de adquisición de la compañía (EV) es deuda. En la clasificación anterior, explicábamos como un *gearing ratio* superior a 0.5x es increíblemente arriesgado y perjudicial para la empresa debido a un peligro inminente de quiebra, no obstante, el promedio de las operaciones de Canadá y Holanda (1.06x y 0.92x) supera dos veces este valor. Por lo

tanto, constatamos que los niveles de deuda de las compañías adquiridas por fondos de PE en Holanda y Canadá son desproporcionados.

Respecto a Estados Unidos, líder mundial en operaciones de capital riesgo, vemos como cuenta también con un ratio Deuda/EqV elevado, al contar con 0,53x. Es decir, que las compañías objeto de adquisición por fondos de capital riesgo en Estados Unidos cuentan con una deuda por valor de 0,5 veces el valor de una empresa.

Figura 8: Ratio Deuda/EqV promedio por país



Fuente: Elaboración propia, modelo financiero a través de base de datos de MergerMarket.

Para que podamos entender mejor la gravedad de los resultados analizados, planteamos el siguiente ejemplo. Pongamos una compañía con 100€m de facturación, 25€m de EBITDA y 5€m de beneficio neto, los cuales son márgenes de una industria estándar. Valorando a través de múltiplos y utilizando un múltiplo estándar de 7x EV/EBITDA, la compañía valdría 175€m (EV). Utilizando los *gearing ratios* de Canadá y Holanda, esta compañía tendría una Deuda Neta de 87,5€m – ya que un gearing ratio de 1x supone que el EqV tiene un valor igual al de la Deuda Neta-. Por lo tanto, una compañía de 25€m de EBITDA y 5€m de Beneficio tendría una Deuda Neta -descontando por tanto, el valor de la caja y demás activos líquidos- de 87,5€m. Estos niveles de deuda son inasumibles en la mayor parte de industrias, debido a los altos niveles de apalancamiento.

Del cuadro anterior han sido excluidos Portugal, Hungría y Estonia, ya que los consideramos *outliers* debido al reducido número de operaciones realizadas.

3. Los fondos de capital riesgo compran a precios altos, muy por encima de la media.

De cara al análisis de cómo de caro adquieren las compañías de *Private Equity*, se va a proceder a realizar una comparativa del modelo realizado, frente al modelo del

profesor Aswath Damodaran (2022), profesor titular de finanzas corporativas y valoración de la Universidad de NYU-Stern, y uno de los principales expertos en valoración de empresas a nivel global.

El modelo realizado por el citado profesor consiste en la valoración, a través de múltiplos, de 7.165 compañías estadounidenses de diversos sectores. Lo interesante del citado modelo econométrico es que muestra el múltiplo EV/EBITDA medio de las compañías en Estados Unidos, dividiendo el análisis por sectores. En este sentido, si comparamos los múltiplos obtenidos en nuestro modelo del sector del *Private Equity*, con los del profesor Damodaran, podremos obtener conclusiones sobre cómo de caras son las adquisiciones en *Private Equity*, frente a la valoración promedia de una operación general.

En la siguiente figura podemos ver las valoraciones medias por sector y del mercado en su conjunto, realizadas por el Prof. Damodaran. El valor de interés para nuestro estudio es el EV/EBITDA medio del tejido empresarial estadounidense (subrayado).

Figura 9: Múltiplo promedio valoración en Estados Unidos

Industry Name	Number of firms	EV/EBITDA R&D	EV/EBITDA
Advertising	58	9.46	10.36
Aerospace/Defense	77	10.94	14.59
Air Transport	21	9.10	9.39
Apparel	39	6.97	7.02
Auto & Truck	31	8.99	12.75
Auto Parts	37	5.14	7.18
Bank (Money Center)	7	NA	NA
Banks (Regional)	557	NA	NA
Beverage (Alcoholic)	23	15.90	15.91
Beverage (Soft)	31	19.56	20.01
Broadcasting	26	6.55	6.55
Brokerage & Investment Banking	30	NA	NA
Building Materials	45	7.44	7.85
Business & Consumer Services	164	12.33	13.18
Cable TV	10	7.36	7.39
Chemical (Basic)	38	4.72	4.92
Chemical (Diversified)	4	4.62	5.02
Chemical (Specialty)	76	9.31	10.53
Coal & Related Energy	19	3.77	3.81
Computer Services	80	8.68	10.56
Computers/Peripherals	42	11.90	14.73
Construction Supplies	49	11.06	12.93
Diversified	23	26.72	30.96
Drugs (Biotechnology)	598	5.84	11.03
Drugs (Pharmaceutical)	281	8.43	12.34
Education	33	7.48	9.65
Electrical Equipment	110	10.65	12.69
Electronics (Consumer & Office)	16	4.41	10.43
Electronics (General)	138	9.03	11.92
Engineering/Construction	43	13.12	13.17
Entertainment	110	14.15	17.46
Environmental & Waste Services	62	14.01	14.02
Farming/Agriculture	39	11.29	12.61

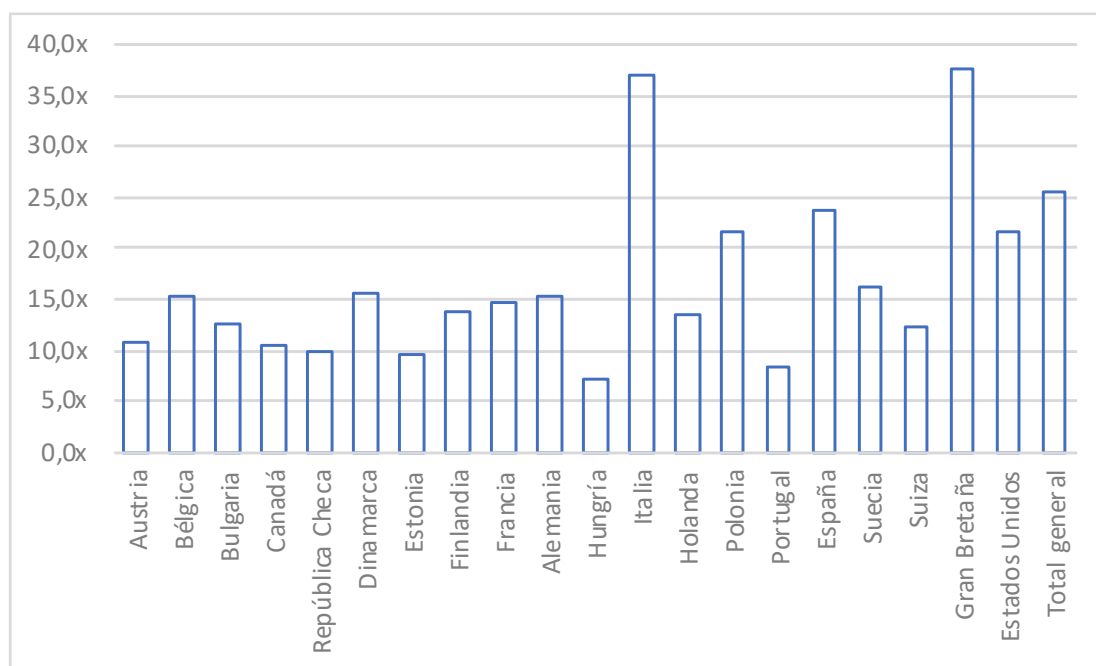
Power	48	12.93	12.97
Precious Metals	74	10.44	10.88
Publishing & Newspapers	20	7.80	8.40
R.E.I.T.	223	19.89	19.89
Real Estate (Development)	18	10.54	10.54
Real Estate (General/Diversified)	12	14.89	14.89
Real Estate (Operations & Services)	60	7.72	8.80
Recreation	57	8.31	9.66
Reinsurance	1	12.08	12.08
Restaurant/Dining	70	16.79	16.79
Retail (Automotive)	30	9.74	9.75
Retail (Building Supply)	15	11.45	11.47
Retail (Distributors)	69	9.41	9.43
Retail (General)	15	11.90	11.90
Retail (Grocery and Food)	13	5.89	5.89
Retail (Online)	63	7.77	16.07
Retail (Special Lines)	78	8.34	8.40
Rubber& Tires	3	3.97	4.81
Semiconductor	68	8.59	12.66
Semiconductor Equip	30	9.10	11.78
Shipbuilding & Marine	8	3.28	3.28
Shoe	13	20.10	20.23
Software (Entertainment)	91	6.99	10.65
Software (Internet)	33	7.00	14.84
Software (System & Application)	390	13.89	21.33
Steel	28	2.96	2.96
Telecom (Wireless)	16	8.73	8.74
Telecom. Equipment	79	9.47	14.70
Telecom. Services	49	5.89	5.98
Tobacco	15	10.46	10.76
Transportation	18	7.65	7.65
Transportation (Railroads)	4	12.48	12.48
Trucking	35	5.53	6.34
Utility (General)	15	13.74	13.75
Utility (Water)	16	20.00	20.00
Total Market	7165	12.01	14.23

Fuente: Aswath Damodaran (2022).

Si comparamos el múltiplo EV/EBITDA medio de una compañía en Estados Unidos, al EV/EBITDA medio del sector del *Private Equity* en Estados Unidos que recoge nuestro modelo, los resultados son cuanto menos, impactantes.

Como se puede apreciar en la figura inferior, el múltiplo EV/EBITDA medio en operaciones de *Private Equity* en Estados Unidos es de 21.67x. Si comparamos este múltiplo frente al múltiplo medio de una compañía general en Estados Unidos, es decir, 14.23x, se puede constatar que en *Private Equity* se adquiere a un 52% más caro. Por ende, podemos afirmar que, en Estados Unidos, los fondos de PE adquieren a precios altos, muy por encima del precio medio al que se paga en el mercado.

Figura 10: Múltiplo EV/EBITDA promedio en adquisiciones de PE, por país



Fuente: Elaboración propia, modelo financiero a través de base de datos de MergerMarket.

Sin embargo, esta comparativa no sólo nos sirve para analizar las operaciones de *Private Equity* en Estados Unidos, sino que, además, es posible extender esta comparativa a países desarrollados con *ratings* similares a los de Estados Unidos. Por lo tanto, países como Gran Bretaña, Suiza, Alemania o incluso España e Italia, pueden ser también objeto de análisis utilizando la media estadounidense. Además, como demuestra la consultora internacional KROLL, en su estudio anual de múltiplos europeos, los múltiplos de valoración estadounidenses son superiores a los europeos. Como consecuencia, si los datos de valoración de operaciones europeas de PE superan a las valoraciones generales estadounidenses, se puede constatar con aun mayor seguridad que en Europa los PEs adquieren a precios caros.

Teniendo esto último en consideración, se puede apreciar como en Italia, Gran Bretaña, España o Polonia se adquiere a múltiplos EV/EBITDA increíblemente altos. Adquirir a un múltiplo de 37x EBITDA, como el caso de Italia o Gran Bretaña; o a un múltiplo de 21x como en España o Polonia; supone adquirir una compañía a un precio increíblemente elevado. Aún compañías cotizadas, no se valoran a tan altos múltiplos, en la mayor parte de los casos.

De acuerdo con el modelo realizado, la media total general de la industria del PE supone la adquisición a 25,5x EV/EBITDA, lo que implica la adquisición de compañías a un precio muy elevado. Si se tiene en consideración, que una de las principales fuentes de retornos en el capital riesgo es comprar y vender la compañía por una diferencia (como hemos analizado en apartados anteriores, el arbitraje de múltiplo es una de las principales fuentes de la creación de retornos), parece asombroso que los fondos de capital riesgo puedan vender las compañías a múltiplos superiores a los que adquieren.

Por lo tanto, esto es un punto a favor a las opiniones de distintos expertos, como Mikkel Svenstrup (2022), director del fondo de pensiones ATP; o Vincent Mortier

(2022), CIO de Amundi; los cuales consideran que en el sector del capital riesgo existe una especie de esquema de Ponzi o piramidal, en el cual los fondos se adquieren entre sí con la seguridad de una venta posterior a otro fondo. Esto puede ser una posible explicación a por qué los fondos de *Private Equity* adquieren a múltiplos tan elevados. Esta postura se analizará en la conclusión final.

Sin embargo, cabe recalcar que, al partir de una base de datos que recoge información pública, los datos presentes en el modelo son los relativos a las operaciones de mayor envergadura. Esto es debido a que no existe información pública sobre las operaciones de reducido tamaño y como, las bases de datos recogen la información pública de las operaciones, no es posible incluir aquellas operaciones menores. Por ende, los múltiplos de adquisición en la realidad serán menores a los expuestos en el modelo, debido a que las empresas de menor tamaño suelen contar con valoraciones inferiores que reducirían el promedio del modelo.

IV. CONCLUSIONES

Aunque con el modelo realizado, se pueden obtener numerosas conclusiones, nos centraremos en tres, las cuales representan las principales preocupaciones en relación con el sector.

Antes de comenzar con las conclusiones de la investigación, es necesario recalcar lo esclarecedor que ha sido el análisis realizado. Este, incluye el estudio de todas las operaciones de *Private Equity* realizadas hasta la fecha desde 2006, en Estados Unidos, Canadá y Europa, los principales mercados de capital riesgo a nivel global. Gracias a la recopilación de todas estas operaciones, se ha podido obtener información especialmente ilustrativa: los múltiplos promedios a los que adquieren los fondos de capital riesgo, el valor y tamaño de las operaciones que se realizan, el nivel de endeudamiento al que adquieren los fondos de PE, la variabilidad de operaciones en capital riesgo en función de tamaño, tipología de operación, tipo de vendedor, etc.

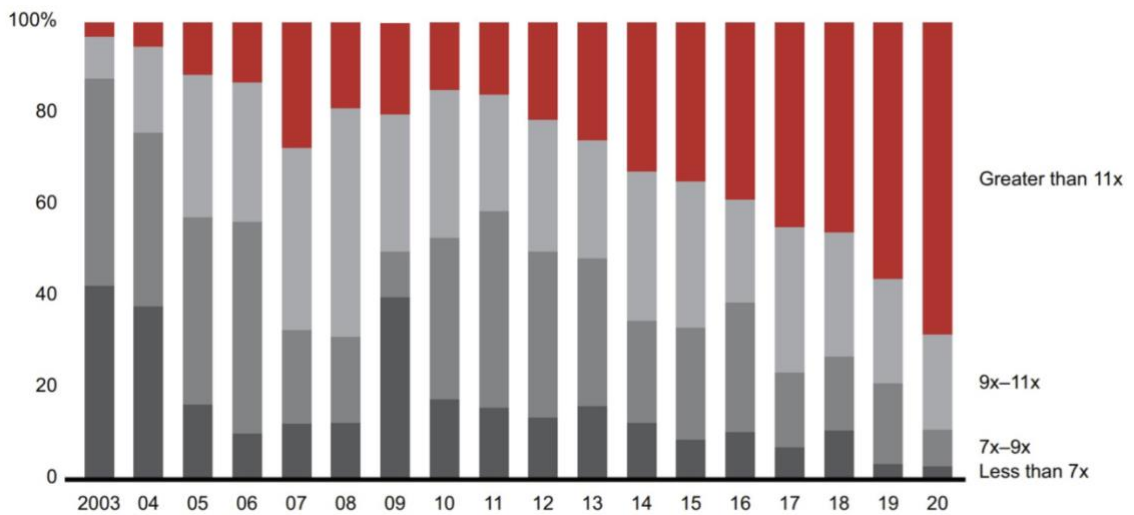
Un aspecto a destacar del trabajo realizado es que los datos y números resultantes del modelo coinciden con los análisis y publicaciones de los expertos. Como veremos más adelante, las principales conclusiones del modelo elaborado coinciden con aquellas anunciadas por relevantes consultoras, profesores y economistas.

PRIMERA.- Cada vez, los fondos de capital riesgo adquieren a precios más elevados, estando estos muy por encima de los precios medios de adquisición de compañías.

Como se ha explicado en el análisis del modelo realizado, los fondos de capital riesgo adquieren a precios elevados. Esto se ilustra con el múltiplo EV/EBITDA promedio al que adquieren: 25,4x entre Estados Unidos, Europa y Canadá; y se pone de relieve al compararlo con el múltiplo de adquisición promedio en una adquisición general: 14,23x.

Esta conclusión también ha sido expuesta por la consultora estratégica internacional Bain & Company, la cual ilustra los elevados múltiplos a los que se adquiere en el sector en su *Global Annual PE Report*. De acuerdo con la imagen inferior, en el año 2020 más de un 65% de las operaciones de capital riesgo se realizaron a un múltiplo EV/EBITDA superior a 11x, lo que se considera elevado.

Figura 11: Múltiplo EV/EBITDA promedio en *Private Equity* en Estados Unidos



Fuente: MacArthur (2021).

Otra conclusión relevante a tener en consideración, que se obtiene del gráfico superior, es como el precio de adquisición de los fondos de *Private Equity* aumenta cada año. Esto se observa, en como la proporción de operaciones a más de 11x EV/EBITDA ha ido incrementando año tras año. Mientras que en 2010 el porcentaje de adquisiciones de *Private Equity* a más de 11x constituía, a penas, un 20% del total, en 2020 alcanzaba un 65%. Esto ilustra como el precio de adquisición en *Private Equity* ha ido incrementando tras los años. En este sentido, los fondos de capital riesgo cada vez adquieren a un mayor precio.

Como se ha explicado de forma previa, numerosos expertos alegan que esto es debido a un esquema piramidal que se ha constituido en los últimos años, de forma que los fondos de PE adquieren compañías a precios elevados debido a la seguridad de poder vender de nuevo, a otro fondo, por un precio mayor. En este sentido, los propios fondos son, entre ellos, los causantes de los retornos de sus competidores. De esta forma, todas las gestoras de capital riesgo se aseguran una salida y un retorno.

Para mayor escarnio, en determinadas situaciones las gestoras de capital riesgo adquieren sus propias compañías a través de sus propios fondos, cuando una participada no cumple con las expectativas de retorno. En el sector esto es conocido como *continuation funds*, y consiste en una práctica habitual en los fondos de PE. Esto sucede de la siguiente manera: si un fondo cuenta con 8 compañías participadas y una de ellas no ha obtenido buenos resultados, para no menguar el retorno del fondo, se abre un nuevo fondo que adquiera a esa nueva compañía de bajo rendimiento, para así buscar un mayor horizonte temporal para la consecución de retornos.

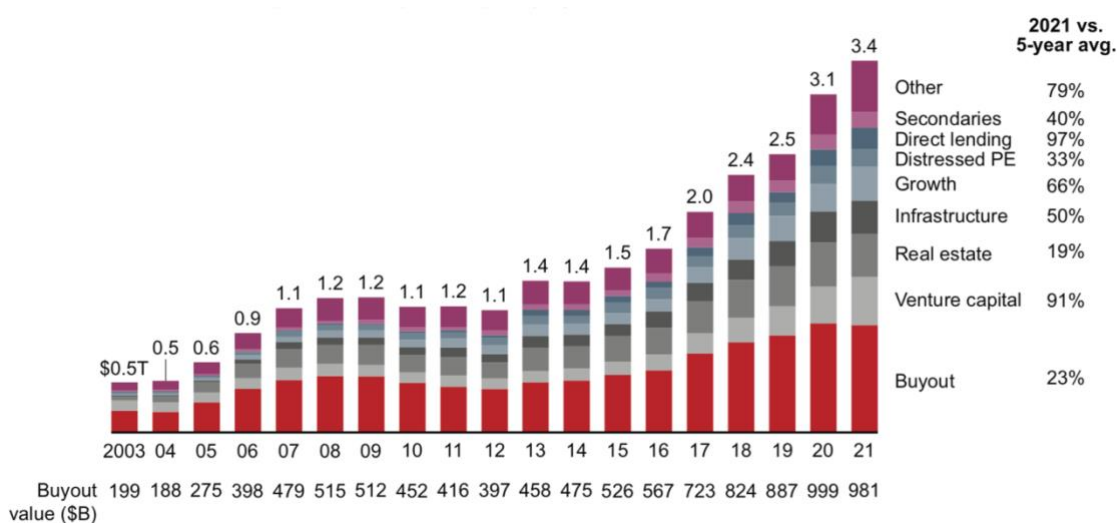
Sin embargo, como explica Leah Hodgson, se debe de rechazar la hipótesis de que exista una especie de estructura piramidal en el sector del *Private Equity*. En primer lugar, debido a que las adquisiciones entre fondos, en inglés *secondary buyouts*, sólo constituyen un 30% de las operaciones existentes en el sector. Además, se debe de rechazar tal teoría debido a que la espiral inflacionista debería de estallar en algún momento, y después de más de 40 años de existencia del sector, esto no ha sucedido hasta la fecha (Leah Hodgson, 2022).

En mi opinión, la subida de los precios de adquisición de los fondos de PE se ha debido a dos razones principales: la alta competitividad presente en los procesos de adquisición de compañías, y al aumento de capital y fondos disponibles.

Respecto a la alta competitividad en los procesos, el hecho de que cada vez concurren más fondos interesados en el proceso de venta de una compañía, hace que se acabe adquiriendo la compañía a un precio superior. Al igual que en una subasta, en un proceso competido de venta de una compañía, los fondos de PE establecen ofertas de adquisición elevadas para asegurarse la adquisición. Este proceso conocido como *competitive sell-side process*, se encuentra liderado por los bancos de inversión, los cuales buscan que la compra se realice por el mayor precio posible para así recibir un mayor *fee*. Esto desemboca en que, en ciertas ocasiones, se adquieran compañías a precios elevados que no concuerdan con la lógica financiera. A esto se le suma el hecho de que cada vez se populariza más la inversión en capital riesgo, existiendo nuevos fondos. Esto ha desembocado en una subida de la demanda de adquisición de compañías, mientras que la oferta de venta de empresas no ha crecido de la misma manera.

En relación con el aumento del capital disponible, llamado en el sector, *dry powder*, en español pólvora seca, este ha crecido de forma considerable en los últimos años. El *dry powder* consiste en el capital disponible en fondos de capital riesgo, es decir, aquel capital que ha sido aportado por inversores pero que todavía no ha sido invertido en la adquisición de compañías. Como se puede apreciar en la imagen inferior, el capital disponible ha aumentado de forma considerable en los últimos años. Desde 2010, el capital disponible en fondos *buyout* – aquel objeto en el cual nos centramos – se ha duplicado. Asimismo, aunque no aparezca incluido en el gráfico inferior, el capital disponible ha aumentado de forma considerable tras la pandemia, ya que el mercado de M&A se ralentizó durante el año 2020 y 2021 (Dylan Thomas, 2022).

Figura 12: Capital disponible a nivel global por tipología de fondo (\$Tn)



Fuente: Global Annual PE Report, Bain & Company, 2022

Como consecuencia, se puede concluir que debido al creciente mercado y demanda del PE, así como al aumento del capital disponible, los precios de adquisición de compañías han crecido de forma considerable en los últimos años.

Esto plantea un problema, ya que, como los fondos de capital riesgo adquieren a precios altos, es difícil encontrar un comprador en el término de la inversión que pueda llegar a pagar un precio superior. En este sentido, el arbitraje de múltiplo, como principal fuente de retornos en PE, resulta poco factible.

SEGUNDA .- Los fondos de capital riesgo adquieren compañías excesivamente apalancadas

Como se ha explicado en el capítulo anterior, los niveles de endeudamiento de las compañías objeto de adquisición por fondos de capital riesgo son excesivamente elevados. Esta conclusión se desprende del análisis realizado a los ratios DFN/EBITDA y DFN/EqV de las operaciones del modelo realizado. Ambos ratios, ilustran cómo de apalancada se encuentra una compañía, en función de sus ingresos operativos, mostrando cuantos años se puede tardar en repagar la deuda; y en función del valor de la compañía, respectivamente.

Cómo se ha explicado en el análisis del modelo, las compañías objeto de adquisición por fondos de *Private Equity* se encuentran increíblemente endeudadas. Esto aumenta de forma considerable el riesgo de quiebra de la compañía. En este sentido, debido a los altos niveles de deuda e intereses a pagar, las compañías propiedad de fondos de capital riesgo, colapsan ante un mal ejercicio económico y especialmente, en ciclos económicos desfavorables. Ejemplo de ello es el periodo post-pandemia, en el cual el tejido empresarial sufrió una bajada considerable de ingresos y beneficios, no obstante, la exigibilidad de los intereses y deuda a pagar no cedió. Como consecuencia, varias empresas propiedad de fondos de capital riesgo se declararon en concurso, ante la

imposibilidad de hacer frente a sus deudas. Este fue el caso de la reconocida marca de calzado, Maripaz; y de la empresa cotizada de gestión de infraestructuras, Ezentis.

La razón por la cual los fondos de capital riesgo endeudan las compañías a tales niveles es debido al funcionamiento de la operativa de la adquisición. Como se ha explicado previamente, el funcionamiento del LBO hace que cuanto más se endeuden los fondos de capital riesgo en la adquisición, mayores será los retornos obtenidos. Como consecuencia, los niveles de deuda asumidos por las compañías propiedad de fondos PE, son tan elevados.

El legislador, en numerosas ocasiones ha intentado reducir el atractivo del endeudamiento exagerado, a través de la no deducibilidad de los intereses de las compras apalancadas (PWC, 2017). Esto, en ciertos casos ha tenido un carácter disuasorio, pero en otros tantos no ha sido suficiente. Con independencia de esto, el endeudamiento desorbitado no hace bien al tejido empresarial, mengua la reputación de los fondos y reduce su credibilidad. Como consecuencia, los fondos de capital riesgo deben de actuar con precaución y detenimiento en la decisión de cuanto apalancar las operaciones.

TERCERA.- ¿Realmente, los fondos de capital riesgo, crean valor y mejoran el desempeño empresarial?

La respuesta a esta pregunta es la siguiente: los fondos de *Private Equity*, en la mayor parte de los casos, realmente no mejoran el desempeño empresarial.

Como se ha explicado previamente, los fondos de capital riesgo buscan un aumento del valor de la compañía durante el periodo de inversión. Sin embargo, esta mayor valoración no la consiguen, en la mayor parte de los casos, a través de mejoras cualitativas y del desempeño empresarial.

En cambio, los fondos de capital riesgo se centran en la modificación del activo para que este resulte más atractivo para los inversores. En este sentido, los fondos de capital riesgo mejoran las compañías en términos financieros, a través de la eliminación de gastos superfluos, la venta de líneas de negocio no rentables, la reducción y diversificación de riesgos, la consecución de mayores márgenes, etc.

En parte, esto es debido a que actúan como un accionista supervisor, que marca la hoja de ruta, pero en ningún caso intervienen en la gestión empresarial y se involucran en la operativa diaria. La mayor intervención posible es la permitida por la ley a un accionista: el nombramiento de los administradores, la aprobación de un proceso de adquisición o fusión, la aprobación de la gestión social, la decisión sobre la distribución de resultados e inversiones relevantes, etc. En la práctica, esto se traduce en el nombramiento de consejeros que estarán presentes en los consejos de dirección y en el liderazgo de inversiones relevantes, como la adquisición de un competidor.

Como se ha explicado en el apartado de palancas de valor en capital riesgo, los fondos de PE crean valor en las participadas a través de dos elementos principales: sus mecanismos de ingeniería financiera y el aumento del capital disponible. En este sentido, los fondos utilizan sus conocimientos financieros para incrementar los márgenes de las

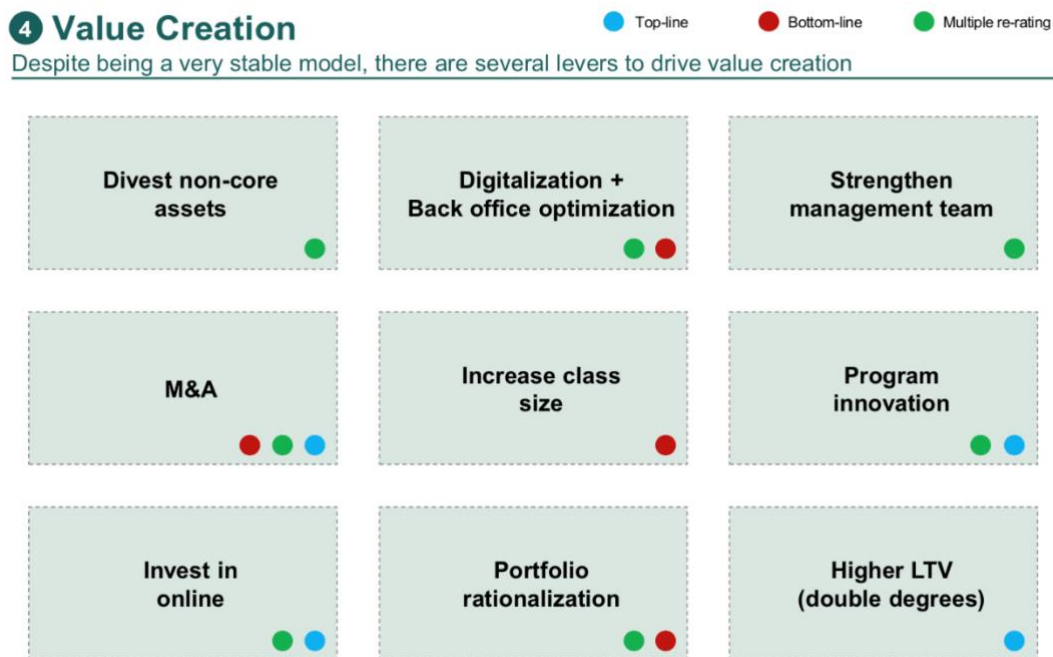
compañías, aumentar sus principales ratios financieros, reducir el riesgo de la compañía, etc. A modo de ejemplo, los fondos de *Private Equity* son expertos en el aumento de la facturación de la compañía a través del crecimiento inorgánico. Es decir, los fondos de capital riesgo, una vez adquieren una compañía, elaboran sucesivas adquisiciones que adhesionan a la compañía participada para así aumentar su tamaño. Estas operaciones, que reciben el nombre de *build-up o buy-and-build*, son realmente atractivas en términos financieros ya que aumentan las ventas totales de la compañía, y, además, en determinadas circunstancias, mejoran los márgenes de la compañía tras las sinergias que se pueden alcanzar. Además, en ciertos casos, si se adquieren compañías con productos diferentes a los que ofrece la participada, o con presencia en otras geografías, se consigue la diversificación de riesgos y, por lo tanto, una mayor valoración en la venta.

Además, como se ha mencionado previamente, los fondos de capital riesgo inyectan capital en las compañías adquiridas a través de ampliaciones de capital en el momento de adquisición. Asimismo, la reputación de los fondos de inversión y su conocimiento del sector, permite apalancar las compañías a niveles superiores a los que podría una compañía por sus propios medios, y además a precios inferiores. Todo esto, permite obtener márgenes y crecimientos superiores, y como consecuencia crea valor para los accionistas.

Sin embargo, además de la creación de valor en términos financieros, los fondos de *Private Equity*, en ciertas ocasiones también mejoran el desempeño empresarial real de las compañías participadas. En este sentido, determinados fondos se encuentran especializados en este tipo de operaciones, nombrando a nuevos consejeros que implementen mejoras en las participadas. Esto sucede, sobretodo, en los fondos *mid-market*, es decir, aquellos fondos especializados en la adquisición de compañías de menor tamaño. Debido, precisamente a este menor tamaño, los fondos consiguen implementar un cambio en desempeño empresarial, debido al mayor margen de mejora.

Como ejemplo de la posible mejora del desempeño empresarial por parte de los fondos de capital riesgo, estudiamos el caso de la Universidad Europea, adquirido en 2018 por Permira, un fondo de PE británico. Como establece Llansó (2023), desde la adquisición de la universidad, Permira ha llevado a cabo diversas mejoras y mecanismos para aumentar el valor de la compañía. Entre ellos, se hallan mecanismos financieros como la venta de activos o la adquisición de otras universidades. Pero observar en la imagen inferior, también se implementaron mejoras reales del desempeño empresarial, como la digitalización de la compañía, la mejora del equipo directivo, el desarrollo de cursos online o la implementación de nuevos dobles grados.

Figura 13: Fuentes de creación de valor en la operación de la Universidad Europea, durante la inversión de Permira



Fuente: Llansó, J (2023).

Por lo tanto, se puede concluir con que, en la mayor parte de las operaciones los fondos de capital riesgo se centran en aplicar sus conocimientos financieros para aumentar los retornos de las compañías participadas, pero sin una verdadera mejora del desempeño empresarial. De todos modos, hay situaciones en las que determinados fondos de PE buscan una mejora real de la compañía.

BIBLIOGRAFÍA

- ALTMAN, E., HOTCHKISS, E., y WANG, W. (2019): *Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy*, 4th edition, John Wiley & Sons.
- BROWN, G. W. et al. "Portfolio Management in Private Equity" University of North Carolina at Chapel Hill. Mayo 30, 2022. Pps. 2-8
- BOYTE-WHITE, C. "*Gearing Ratios: What Is a Good Ratio, and How to Calculate It*" Abril, 2021. Último acceso el 8 de marzo de 2023.
<https://www.investopedia.com/ask/answers/121814/what-good-gearing-ratio.asp>
- Corporate Finance Institute "EBITDA Multiple: The standard multiple for valuation" 2023. Último acceso el 12 de marzo de 2023.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/ebitda-multiple/>
- Corporate Finance Institute "*Net Debt: A measure of a company's ability to pay its debt if they were due*" Diciembre, 2022. Último acceso el 2 de marzo de 2023.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/net-debt/>
- Corporate Finance Institute "*EBIT vs EBITDA: Comparing EBIT and EBITDA*" Diciembre, 2022. Último acceso el 4 de marzo de 2023.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/ebit-vs-ebitda/>
- Corporate Finance Institute, "Leveraged Buyout (LBO): The Use of Significant Leverage in Acquisitions." Corporate Finance Institute, 6 Dec. 2022, Último acceso el 9 de marzo de 2023.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/leveraged-buyout-lbo/>.
- Corporate Finance Institute, "Multiple Expansion: A Form of Arbitrage That Employs the Purchase of a Security at a Lower Valuation Multiple and Selling It at a Higher Valuation Multiple." *Corporate Finance Institute*, 26 Jan. 2023, Último acceso el 10 de marzo de 2023.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/multiple-expansion/>
- COHN, J.B. et al. "Sources of Value Creation in Private Equity Buyouts of Private Firms", Boston College y University of Austin, Texas. *Review of Finance*, Volume 26, Issue 2. Marzo, 2022. Pps. 3-7.
- COHN, J., MILLS, L., y TOWERLY, E. The evolution of capital structure and operating performance after leveraged buyouts: Evidence from U.S. corporate tax returns, *Journal of Financial Economics* 111. 2014. Pps. 1-12
- DAMODARAN, A. "*Enterprise Value Multiples by Sector (US)*" NYU Stern University. Enero, 2023. Último acceso el 8 de febrero de 2023.
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html
- DE CHESARE, B. "Private Equity Strategies: Leveraged Buyouts, Growth and Distressed." *Mergers & Inquisitions*, 19 Jan. 2023, Último acceso el 20 de febrero de 2023. <https://mergersandinquisitions.com/private-equity-strategies/>.

- Deutschland.de “*País industrializado: seis expresivas cifras*” Gobierno Alemán. Oficina de Asuntos Exteriores. 2022. Último acceso el 27 de febrero de 2023. [https://www.deutschland.de/es/topic/economia/la-industria-alemana-los-hechos-y-numeros-mas-importantes#:~:text=4%20sectores%20dominan%20la%20industria,\)%20y%20Siemens%20\(electr%C3%B3nica](https://www.deutschland.de/es/topic/economia/la-industria-alemana-los-hechos-y-numeros-mas-importantes#:~:text=4%20sectores%20dominan%20la%20industria,)%20y%20Siemens%20(electr%C3%B3nica)
- Dircomfidencial “*Qué es el ciclo de vida del producto y qué estrategia seguir en cada etapa*” Dircomfidencial, marzo 2023. Último acceso el 12 de febrero de 2023. <https://dircomfidencial.com/diccionario/que-es-el-ciclo-de-vida-del-producto-y-que-estrategia-seguir-en-cada-etapa-20210420-1428/>
- EREL I., JANG, Y., y WEISNACH M. “*Do acquisitions relieve target firms’ financial constraints?*”, *Journal of Finance* 70, 2015. Pps. 2-5
- FERNANDO, J. “*Enterprise Value (EV) Formula and What It Means*” 2022 Último acceso el XX de marzo de 2023. Último acceso el 20 de marzo de 2023. <https://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevalue.asp>
- FRASER-SAMPSON, G. “*Private Equity as an Asset Class*”. Capítulo I: What is Private Equity? John Wiley & Sons, Londres, 2010.
- GROH, A., Liechenstein, H et al. “*The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index*” IESE, Julio, 2021. Último acceso el 17 de marzo de 2023. <https://blog.iese.edu/vcpeindex/>
- GUO, S., HOTCHKISS, E., y SONG, W. “*Do buyouts (still) create value?*”, *Journal of Finance* 66, 2015. Pps. 1-12
- GUTMANN, A.. “How to Be an Investment Banker” Chapter 8: Leveraged Buyouts John Wiley & Sons, INC, Nueva Jersey, 2018.
- Harvard Business Review*. “How Much Debt Is Right for Your Company?” *Harvard Business Review*, 1 Ago. 2014, Último acceso el 15 de febrero de 2023. <https://hbr.org/1982/07/how-much-debt-is-right-for-your-company>.
- HIMANI, S. *Evolution of Leveraged Buyouts: A New Era or Back to Square One?* New York University Journal of Law & Business, 18 Jan. 2020, Último acceso el 12 de febrero de 2023. <https://www.nyujlb.org/single-post/2020/01/18/evolving-of-leveraged-buyouts-a-new-era-or-back-to-square-one>
- JENSEN, M. “Eclipse of the public corporation”, *Harvard Business Review*, 1989. V. 67. Pps. 3-20
- Kenton, W. “*Net Debt-to-EBITDA Ratio: Definition, Formula, and Example*” Junio, 2020. Último acceso el 23 de febrero de 2023. <https://www.investopedia.com/terms/n/net-debt-to-ebitda-ratio.asp>
- KROLL “*Industry Multiples in Europe: Q2 2022*” Noviembre, 2022. Último acceso el 12 de marzo de 2023. <https://www.kroll.com/-/media/kroll-images/pdfs/industry-multiples-in-europe-q2-2022-report.pdf>

- KRÜGER, P., LANDIER, A. y THESMAR, D., “*The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate*”. The Journal of Finance, The Journal of the American Finance Association. Volumen 70, Publicación nº 3. Febrero, 2015. Pps. 4-15
- LLANSÓ, J. “Presentación de industria del Private Equity” ICADE. Marzo, 2023.
- MACARTHUR, H. “*PE Global Annual Report 2021 & 2022*” Bain & Company. Último acceso el 14 de marzo de 2023. https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/?gclid=EAIaIQobChMIo8C7n5vp_QIVguR3Ch0zYA5gEAAAYASAAEgK0ofD_BwE
- Private Equity Wire, “Using Asset-Based Financing to Optimise the Capital Structure.” Private Equity Wire, 3 Mar. 2022, Último acceso el 21 de febrero de 2023. <https://www.privateequitywire.co.uk/2018/12/19/271614/using-asset-based-financing-optimise-capital-structure>.
- RAMIREZ, D. y TORRES, A. “*Corsé fiscal a los LBOs*” PWC. Junio, 2017. Último acceso el 18 de febrero de 2023. <https://periscopiofiscalylegal.pwc.es/corse-fiscal-a-los-lbos/>
- Relocate & Save, “*Suiza: impuesto de sociedades y ventajas de constituir un holding*” Junio, 2022. Último acceso el 15 de febrero de 2023. <https://www.relocateandsave.org/impuesto-sociedades-holding-suiza/>
- REUTERS, “*Private equity industry like a Ponzi scheme, says Amundi CIO*” Junio, 2022. Último acceso el 19 de febrero de 2023. <https://www.reuters.com/business/private-equity-industry-like-ponzi-scheme-says-amundi-cio-2022-06-01/>
- ROSENBAUM, J. y PEARL J. “Investment Banking”. Chapter 4: Leveraged Buyouts. John Wiley & Sons, INC. Nueva Jersey, 2018.
- RUIZ DE SANTAYANA, J. A. “*La razón en el sentido común*” Volumen I: La vida de la razón. 1905. Adaptación Tecnos, 2005. Madrid.
- Statista Research Department, “*Value of global private equity deals 2019-2022, by target country*” 2023. Último acceso el 14 de marzo de 2023. <https://www.statista.com/statistics/520845/value-of-global-private-equity-deals-by-target-country/>
- Trading Economics. “Credit Rating” Último acceso el 14 de marzo de 2023. <https://tradingeconomics.com/country-list/rating>
- THOMAS, D. S&P GLOBAL. Diciembre, 2021. Último acceso el 3 de marzo de 2023. <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/global-private-equity-dry-powder-approaches-2-trillion-73570292>
- WallstreetPrep “*EV/EBIT Multiple: Guide to Understanding the EV/EBIT Multiple*” . Último acceso el 6 de marzo de 2023. <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/ev-ebit/>

Wall Street Prep “Multiple Expansion: Guide to Understanding the Multiple Expansion Concept.” *Wall Street Prep*, 19 Feb. 2023, Último acceso el 1 de marzo de 2023. <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/multiple-expansion/>.

WIGGINS; K. “*Private equity may become a ‘pyramid scheme’, warns Danish pension fund*” *Financial Times*. Septiembre, 2022. Último acceso el 14 de febrero de 2023. <https://www.ft.com/content/f480a99c-4c7b-4208-b9dd-ef20103254b9>