



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Creación de Valor en operaciones de Capital Privado – de la teoría a la práctica

Clave: 201813034

Resumen:

El presente trabajo de fin de grado asienta las bases y principales conceptos de las compras apalancadas y creación de valor. El objetivo central del estudio reside en identificar las principales fuentes de creación de valor utilizadas por un fondo de capital privado, de una manera tanto teórica como práctica. Tras el análisis de la literatura académica se concluye que el apalancamiento, las mejoras operativas y el *multiple re-rating* son las tres principales herramientas de creación de valor en operaciones de capital privado. A pesar de que el ejemplo teórico muestre la relevancia y superior impacto del apalancamiento en el retorno y creación de valor de una inversión en la actual situación de bajos tipos de interés, el trabajo concluye que en la realidad el uso de mejoras operativas es una herramienta muy efectiva y cada vez más considerada por los fondos de capital privado para impulsar la creación de valor en compras apalancadas. Por otro lado, la estrategia de creación de valor de un fondo debe tener en cuenta tanto las condiciones de mercado como las características particulares de la empresa objetivo con el fin de maximizar la creación de valor en una operación de capital privado.

Palabras clave: LBO, compra apalancada, creación de valor, operaciones de capital privado, fondos de inversión, capital privado, capital riesgo.

Abstract:

This thesis sets out the basis and main concepts of leveraged buyouts and value creation. The main purpose of the study is to identify the main sources of value creation used by a private equity fund, both in theory and practice. The analysis of the academic literature leads to the conclusion that leverage, operational improvements and multiple re-rating are the three main tools for value creation in private equity deals. Although the theoretical example shows the relevance and superior impact of leverage on the return and value creation of an investment in the current situation of low interest rates, the paper concludes that in reality the use of operational improvements is a very effective tool and increasingly considered by private equity funds to drive value creation in leveraged buyouts. On the other hand, a fund's value creation strategy must take into account both market conditions and the specific characteristics of the target company in order to maximize value creation in a private equity transaction.

Keywords: LBO, leveraged buyout, value creation, private equity deals, investment funds, private equity, venture capital.

Tabla de contenido

1. Introducción	6
1.1. Breve pincelada y relevancia del tema.....	6
1.2. Objetivos y estructura del estudio	7
1.3. Metodología.....	8
2. Marco teórico: Introducción a las compras apalancadas	10
2.1. Definición y características de las compras apalancadas	10
2.2. Etapas de la vida de un fondo.....	13
2.3. Proceso de una compra apalancada.....	14
2.4. Características del candidato ideal para una compra apalancada	19
3. Marco teórico: Herramientas de creación de valor en operaciones apalancadas	21
3.1. Apalancamiento	23
3.1.1. Apalancamiento y estructura de capital	23
3.1.2. Apalancamiento y ahorro fiscal	26
3.1.3. Apalancamiento como forma de control del <i>management</i>	26
3.1.4. Apalancamiento, sus determinantes y limitaciones	27
3.2. Mejoras operativas	30
3.2.1. Mejoras operativas: Áreas de creación de valor	31
3.2.2. Mejora de márgenes e impulso de ingresos	32
3.2.3. Estrategia <i>Buy-and-build</i>	34
3.3. Arbitraje de múltiplo	36
3.3.1. Arbitraje de múltiplo a raíz de cambios en la valoración del mercado	37
3.3.2. Arbitraje de múltiplo a raíz de asimetría de información privada y pública	37
3.3.3. Arbitraje de múltiplo a raíz de capacidades de negociación.....	38
3.3.4. Arbitraje de múltiplo a raíz de la optimización de la estructura corporativa.....	39
4. Demonstración numérica	40
4.1. Caso Base.....	40
4.2. Caso de apalancamiento	42
4.3. Caso de mejoras operativas	44
4.4. Caso de arbitraje de múltiplo.....	46
4.5. Conclusiones.....	47
5. De la teoría a la práctica: El caso de la Compañía X por Alantra Private Equity	49
5.1. Alantra PE y presentación de la Compañía X.....	49
5.2. Racional y parámetros de la transacción	50
5.3. Palancas de creación de valor.....	52
6. Conclusiones	55
7. Referencias Bibliográficas	57

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Áreas de Inversión en capital privado	10
Gráfico 2: Etapas de la vida de un fondo	13
Gráfico 3: Proceso de una compra apalancada	15
Gráfico 4: Efecto “deal funnel”	16
Gráfico 5: Estructura típica de una firma de capital privado	17
Gráfico 6: Trade-off entre el coste de los fondos propios y el de la deuda	29
Gráfico 7: Las cuatro principales áreas en las que una compañía puede crear valor a través de mejoras operativas según Boston Consulting Group	32
Gráfico 8: Value Bridge - Palancas de creación de valor en la compra de la Compañía X por Alantra PE.....	54

Índice de Tablas

Tabla 1: Supuesto práctico LBO vs. All equity acquisition	24
Tabla 2: Compañía ABC cuenta de pérdidas y ganancias del caso base durante el periodo de inversión 2020-2025.....	41
Tabla 3: Análisis del retorno de la inversión para el caso base	42
Tabla 4: Análisis del retorno de la inversión para el caso de apalancamiento	44
Tabla 5: Análisis del retorno de la inversión para el caso de mejoras operativas	46
Tabla 6: Análisis del retorno de la inversión para el caso de arbitraje de múltiplo	47
Tabla 7: Principales parámetros de la transacción de compra de la Compañía X por Alantra PE	51

1. Introducción

1.1. Breve pincelada y relevancia del tema

El auge del capital privado tuvo lugar en los años 1980 en Estados Unidos, momento en el cual la industria se caracterizaba fundamentalmente por compras apalancadas (LBO). En términos generales, un LBO consiste en la adquisición de una empresa por parte de un fondo de inversión, en la cual los recursos utilizados para financiar la compra son en su mayoría instrumentos de deuda. Tras un periodo de malos resultados en el mercado de valores, los fondos y compras apalancadas se popularizaron por sus atractivos retornos y captaron importantes sumas de capital.

Desde entonces, la industria del capital privado ha crecido y evolucionado enormemente. En 2018, los activos bajo gestión del mercado privado alcanzaron \$5,8 billones, con *private equity* representando más de la mitad de la suma (McKinsey & Company, 2019). En Estados Unidos, durante el periodo 2000-2019, el número de compañías respaldadas por un fondo de capital privado se vio incrementado de menos de 2.000 a 8.000 empresas; mientras que el número de empresas cotizadas pasó de 7.000 a 4.000 (Tett, 2019). Estos datos evidencian la creciente relevancia de la industria del *private equity*, dado que cada vez más recursos son destinados al mercado privado y un mayor número de empresas son respaldadas por el capital privado, por lo que no tienen necesidad de recurrir al mercado público en búsqueda de financiación.

En la actualidad, la industria del capital privado se enfrenta tanto a oportunidades como desafíos. En cuanto a las oportunidades, la recaudación de fondos y los compromisos de capital por parte de los inversores es sólida. De hecho, el *dry powder* alcanzó niveles record a mediados de 2018, con más de 2 billones de dólares de capital disponible en el mercado para invertir en capital privado (Feliz, 2019). Además, recientemente, la conocida firma de capital privado Blackstone levantó el mayor fondo de capital privado de la historia, ascendiendo a \$26 mil millones (Lewis, 2019). Por otro lado, a raíz de la revolución tecnológica y del auge de la inversión de impacto y ESG (*Environmental, Social & Governance*), la industria del *private equity* presenta

numerosas e interesantes oportunidades de inversión. Sin embargo, el gran desafío al que se enfrentan los fondos de capital privado hoy en día reside tanto en identificar oportunidades de inversión atractivas, como en crear valor en sus empresas en cartera.

Desde sus inicios, la gran incógnita acerca de las operaciones apalancadas siempre ha sido, y sigue siendo, las herramientas o palancas de creación de valor que están al alcance del fondo para impulsar los retornos de la inversión y creación de valor en la empresa en cartera. Por este motivo, parece especialmente relevante investigar las principales fuentes de creación de valor en compras apalancadas, desde un punto de vista teórico hasta la aplicación práctica de las mismas.

1.2. Objetivos y estructura del estudio

Los principales objetivos del estudio residen en identificar las principales fuentes de creación de valor utilizadas por un fondo de capital privado, de manera tanto teórica como práctica, combinando una investigación académica con conocimientos propios adquiridos a lo largo de mis estudios universitarios y prácticas curriculares realizadas en un fondo de capital privado. Los siguientes objetivos de estudio y estructura buscan responder a la tesis “Creación de valor en operaciones de capital privado – de la teoría a la práctica” de manera progresiva y complementaria.

En primer lugar, se busca asentar las bases y principales conceptos de las compras apalancadas a través de un estudio del marco teórico, con el fin de identificar las principales características de las compras apalancadas, las etapas de la vida de un fondo de capital privado, el proceso de compra y las características del candidato ideal para una compra apalancada.

En segundo lugar, nos adentramos en el corazón teórico de la tesis mediante una revisión de la literatura de la creación de valor en compras apalancadas, con el fin de identificar las principales palancas de creación de valor. La creación de valor se define como un incremento en la valoración financiera de una compañía, en la cual el *equity value* se ve afectado positivamente. En este apartado, destacan el apalancamiento, las

mejoras operativas y el *multiple re-rating* como principales herramientas de creación de valor al alcance de un fondo.

En tercer lugar, se busca aplicar la teoría a través de una demostración numérica de elaboración propia, con diferentes escenarios con el fin de analizar la repercusión financiera de las diferentes palancas previamente identificadas en el retorno y creación de valor de una inversión.

Por último, la tesis culmina con la exposición y análisis de un caso práctico real. Este último apartado tiene como objetivo resaltar un caso ejemplificador de compra apalancada con el fin de estudiar las herramientas utilizadas realmente por un fondo de capital privado de referencia en España para impulsar el retorno y creación de valor en una determinada inversión.

1.3. Metodología

Como mencionado anteriormente, la primera y segunda parte del trabajo se basa en la revisión de la literatura académica existente acerca de las compras apalancadas y fuentes de creación de valor. El marco teórico incluye pues artículos académicos, tesis doctorales, trabajos de fin de grado e informes financieros y de consultoría relevantes para el estudio. En concreto, la revisión de la literatura anterior ancla sus bases en dos principales fuentes: la tesis doctoral “Value Creation in Leveraged Buyouts” de Nicolaus Loos (2005); y la tesis doctoral “Understanding Value Generation in Buyouts” de Achim Berg y Oliver Gottschalg (2004).

La tercera sección del trabajo se basa en el análisis de una demostración numérica de elaboración propia. Es importante recalcar que, en este apartado, los datos, supuestos, proyecciones y conclusiones derivados del análisis parten de hipótesis propias y son de elaboración propia.

Por último, el análisis del caso práctico de una transacción real se ha llevado a cabo gracias a información proporcionada directamente por Alantra Private Equity sobre la transacción en concreto.

2. Marco teórico: Introducción a las compras apalancadas

2.1. Definición y características de las compras apalancadas

El auge de los fondos de capital privado tuvo lugar en Estados Unidos durante los años 1980. El desarrollo y crecimiento de esta industria se vio impulsado por cambios regulatorios y decisiones políticas favorables a los fondos de inversión por parte del congreso de los Estados Unidos. Sin embargo, en Europa, el capital privado se desarrolló posteriormente y empezó a prosperar seriamente en la década de 1990, a raíz de la liberalización de las opciones de inversión de inversores institucionales. Además, la creación de la eurozona en 1999 favoreció la libre circulación de capitales y estimuló la inversión en renta variable (Loos, 2005, pp. 9-11).

En términos generales, el capital privado se caracteriza por inversiones de capital a medio o largo plazo que no cotizan públicamente en bolsa. Esta amplia definición abarca operaciones apalancadas, *venture capital* e inversiones en *hedge funds*, entre otros (Cendrowski *et al.*, 2012). De hecho, según Loos (2005), las inversiones de capital privado se pueden dividir en cinco categorías, en función del estado de madurez de una compañía.



Gráfico 1: Áreas de Inversión en capital privado (Loos, 2005)

Las inversiones en *venture capital* tienen lugar durante las fases más prematuras, mientras que las operaciones apalancadas, características de los fondos de capital privado, se llevan a cabo en fases posteriores en las cuales la compañía se encuentra en un estado de mayor madurez (Berg y Gottschalg, 2004).

Con el fin de simplificar el trabajo de investigación y acotar la búsqueda, este trabajo se centrará únicamente en las compras apalancadas puesto que constituyen la forma de inversión más característica de los fondos de capital privado. Por lo que, a lo largo

de este trabajo, se hará referencia a los términos “capital privado” y “compra apalancada” indistintamente.

La principal característica de las operaciones apalancadas es el uso significativo de deuda a la hora de adquirir una empresa (Mascareñas, 1993). Por lo tanto, las compras apalancadas se refieren a la adquisición de una participación en una determinada compañía, generalmente mayoritaria, financiada con un 60 a 90 por ciento de deuda y asegurada tanto por los activos de la empresa adquirida como por los flujos de caja esperados. La porción restante del precio de compra, del 10 al 40 por ciento, se financia con capital (Kaplan y Strömberg, 2009).

Las compras apalancadas son características de las firmas de capital privado, que levantan capital mediante fondos. Legalmente, dichos fondos son vehículos de inversión privados que se estructuran como sociedades limitadas o sociedades de responsabilidad limitada (*Limited Partnership*), en las cuales los inversores del fondo (*Limited Partners* o *LPs*) aportan el capital, es decir invierten en el fondo, y los socios gestores del fondo (*General Partners* o *GPs*) gestionan la firma de capital riesgo y por lo tanto las inversiones o compañías en cartera. La organización jurídica del fondo implica que la responsabilidad de los inversores es limitada puesto que pueden perder, como máximo, las aportaciones de capital comprometidas al fondo. El capital aportado por los *LPs* suele provenir de diferentes fuentes, generalmente instituciones, compañías de seguros, fondos de pensiones, universidades y fundaciones, entre otros.

En resumidas cuentas, las inversiones de los fondos de capital riesgo y la gestión de las compañías en cartera se realiza por los *GPs* del fondo, a quienes los inversores confían su capital. Con el fin de mantener informados a los inversores sobre la gestión del fondo por parte de los *GPs*, los *LPs* reciben informes trimestrales acerca del capital invertido hasta la fecha, las compañías en cartera y el rendimiento de las inversiones, entre otros (Cendrowski *et al.*, 2012). Además, los intereses de los inversores están protegidos a través de restricciones operativas y financieras, llamados *covenants*, como por ejemplo restricciones sobre la cantidad de capital que se puede invertir en una misma compañía, el tipo de compañías en las que se puede invertir (limitación de

sectores, por ejemplo) y restricciones de deuda en relación al capital del fondo, entre otros (Kaplan y Strömberg, 2009).

La mayoría de los fondos de capital privado constituyen vehículos de inversión “cerrados”, en los cuales los inversores no pueden retirar el capital. Además, los inversores se comprometen a realizar contribuciones de capital para financiar las inversiones en compañías. El fondo de inversión suele tener una duración fija de alrededor de diez años, con la opción de prorrogarse hasta tres años más: cuenta con hasta cinco años para realizar las inversiones de los fondos comprometidos por los inversores, y de cinco a ocho años adicionales para reembolsar el capital, generalmente acompañado de un retorno, a los inversores (Kaplan y Strömberg, 2009). El proceso de una compra apalancada y periodos de inversión será estudiado con más detalle en las subsecuentes secciones.

Las operaciones apalancadas se pueden clasificar según el tipo de compra: compra por la gerencia o *management buy-out* (MBO) y *management buy-in* (MBI). La compra por la gerencia (MBO) se da en el caso de que la dirección de la empresa asuma el control del capital social de la compañía de sus anteriores propietarios junto con otros inversores de capital y deuda. Los gerentes de la empresa pasan a ser sus propietarios, por lo que es una práctica que generalmente implica un aumento de la lealtad de los gerentes hacia la empresa y se refleja en los beneficios. Por otro lado, el MBI es una compra apalancada en la cual un equipo de gestores externos asume el control de la empresa. Esta práctica implica un cambio en la gestión de la compañía y generalmente una falta de experiencia y conocimiento de la situación real de la compañía por parte de los nuevos gerentes externos. En ambos casos, los inversores adquieren una parte significativa o mayoritaria de la empresa objetivo, lo que conlleva a un cambio de propiedad (Loos, 2005, p.11; Mascareñas, 1993).

En relación a la gerencia del fondo de capital riesgo, los GPs son compensados retributivamente de tres maneras diferentes y complementarias. En primer lugar, los GPs reciben una comisión anual de gestión o *management fee*, equivalente en la mayor parte de casos a un porcentaje, generalmente 2%, del capital comprometido

por los inversores. En segundo lugar, los GPs suelen recibir un interés devengado o *carried interest*, correspondiente a una porción de los beneficios generados por el fondo y que suele rondar al veinte por ciento. Por último, los socios gerentes pueden ser retribuidos, por parte de las compañías en cartera, por la gerencia y monitorización de las mismas. El reparto de la última forma de retribución entre LPs y GPs suele ser fruto de polémica durante las negociaciones del levantamiento de un fondo, pero que, en la mayor parte de casos, acaba repartiéndose al 50% entre inversores y gerentes del fondo (Kaplan y Strömberg, 2009).

2.2. Etapas de la vida de un fondo

La vida de un fondo se desarrolla a lo largo de diez años y se caracteriza por cuatro etapas principales: período de levantamiento del fondo o *fundraising*, inversión, gestión y desinversión.

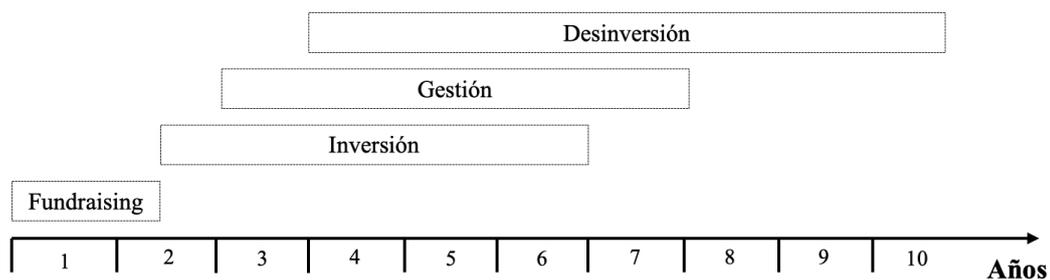


Gráfico 2: Etapas de la vida de un fondo (Elaboración propia)

Durante la fase inicial de la vida de un fondo, generalmente los primeros dieciocho meses, la firma de capital riesgo define sus criterios y estrategia de inversión y busca atraer a inversores. Esta fase es especialmente desafiante a la vez que fundamental para el avenir del fondo puesto que un fondo no puede operar sin capital.

El período de inversión se desarrolla durante los siguientes cinco años y consiste en la búsqueda de potenciales oportunidades de inversión, es decir compañías que cumplan con los criterios y estrategia de inversión del fondo, con el fin de invertir el capital levantado durante la fase inicial. Es relevante mencionar que, a pesar de que los inversores se comprometen en el *fundraising* a aportar un determinado capital para

las inversiones, únicamente una pequeña parte del capital comprometido es entregado a los gestores del fondo después de la recaudación. Consecuentemente, los GPs solicitan *capital calls* o peticiones de aportación de capital a los inversores cuando tienen proyectos de inversión identificados y buscan ejecutarlos. Una vez reciben el importe del *capital call*, los fondos se invierten en la empresa identificada. La valoración de la empresa adquirida, el precio de compra, y el grado de apalancamiento financiero, tienen lugar en esta fase y son determinantes en la generación de valor futura.

Durante aproximadamente el segundo año hasta el séptimo, la actividad del fondo se centra principalmente en la gestión de las compañías en cartera con el fin de impulsar la creación de valor en las mismas, alcanzando eficiencias operativas y financieras. Existen diversas herramientas de creación de valor en las inversiones de un fondo de capital privado, las cuales constituyen el foco de esta investigación y serán analizadas en detalle posteriormente.

Finalmente, a lo largo de los cuatro a diez años, el periodo de desinversión tiene lugar. Los gestores del fondo desinvierten las compañías en cartera, buscan obtener las ganancias de las inversiones y repartirlas generalmente mediante un *waterfall distribution method* o distribución en cascada. En cuanto una compañía es liquidada, generalmente el capital comprometido es devuelto a los inversores, los cuales reciben un *hurdle rate*, es decir un retorno de entre seis y ocho por ciento del capital comprometido, y finalmente el retorno del capital o plusvalía se reparte entre los inversores y gestores del fondo, normalmente en un ochenta y veinte por ciento respectivamente (Berg y Gottschalg, 2004; Cendrowski *et al.*, 2012)

2.3. Proceso de una compra apalancada

El proceso de una compra apalancada por un fondo de capital riesgo comprende por lo general cuatro fases diferentes y cronológicas, ilustradas en el siguiente gráfico.



Gráfico 3: Proceso de una compra apalancada (Loos, 2005, p. 14)

La fase inicial del proceso de una compra apalancada consiste en la selección de una empresa objetivo, a través de un proceso de investigación de mercado, con el fin de encontrar oportunidades de inversión que cumplan con una serie de criterios preestablecidos por el fondo y ofrezcan un amplio horizonte de posibilidades para la creación de valor.

Por lo general, los inversores prefieren valorar oportunidades de inversión generadas unilateralmente, referidas como *proprietary dealflow*. El retorno resultante de dichas transacciones suele ser superior al de inversiones generadas a través de procesos competitivos, en los cuales participan diversos compradores – tanto estratégicos como financieros – se escala el precio de compra y se reduce el potencial de creación de valor por parte del fondo (Loos, 2005).

La generación de transacciones por parte de los fondos de capital privado es una experiencia de embudo, llamada *deal funnel*. Es decir, por cada cien oportunidades de inversión consideradas por una firma de capital privado, los gestores del fondo analizan en detalle, de media, menos de veinticuatro compañías, firman un acuerdo con menos de catorce e invierten únicamente en seis de las cien compañías consideradas inicialmente. Esto implica que los fondos de capital privado dedican considerables recursos a la generación y evaluación de oportunidades de inversión, con el fin de encontrar al candidato ideal para la compra apalancada (Gompers, Kaplan y Mukharlyamov, 2015, p. 25).

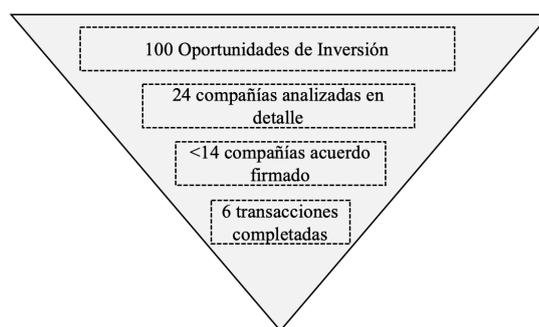


Gráfico 4: Efecto “deal funnel” (Gompers, Kaplan y Mukharlyamov, 2015, p. 25)

A la hora de filtrar la búsqueda de oportunidades de inversión, es importante recalcar que, a diferencia de los compradores estratégicos, los fondos de capital privado no buscan sinergias ni complementariedad entre las empresas en cartera (Baker y Montgomery, 1994, pp. 7-8). Los fundamentos de inversión de un comprador financiero se basan en criterios generales acerca de las dinámicas de la industria y magnitudes financieras, como flujos de caja estables, industrias maduras y bajo riesgo operacional, entre otros (Loos, 2005). En el siguiente apartado, se expondrán las características del candidato ideal para una compra apalancada.

Una vez que la empresa objetivo ha sido identificada, el fondo se adentra en la fase de *Due Diligence* (Diligencia Debida) y Estructuración de la transacción. La *Due Diligence* es un proceso largo en el cual se investigan asuntos financieros, comerciales, fiscales, laborales, y legales de la empresa, con el fin de analizar en detalle la empresa y su entorno, así como preparar la negociación del contrato de compra. La estructuración de la transacción conlleva la elaboración de un plan de negocio y estructuración de la compra, determinando las principales magnitudes de la transacción (Loos, 2005). Asimismo, el fondo realiza un profundo análisis financiero de la compañía y de los flujos de caja futuros, con el fin de determinar si la empresa posee la suficiente capacidad crediticia para soportar la deuda necesaria para financiar su compra (Mascareñas, 1993, p. 141).

Previo a la adquisición de la compañía objetivo, generalmente el fondo crea un *holding company*, que recibe el capital del fondo y la deuda de bancos o fondos de deuda. Dicho importe suma el precio de compra del activo. Consecutivamente, el

holding company adquiere la compañía objetivo, pasando a ser una de las compañías en cartera del fondo de capital riesgo (Schlegel, 2019). La nueva entidad repaga, durante el período de gestión, la deuda e intereses con los flujos de caja futuros generados por la compañía en cartera (Baker y Montgomery, 1994, p. 22). La siguiente figura ilustra la estructura de un fondo de capital riesgo, a nivel del fondo y de la compañía en cartera, y muestra la estructura de compra de una compañía.

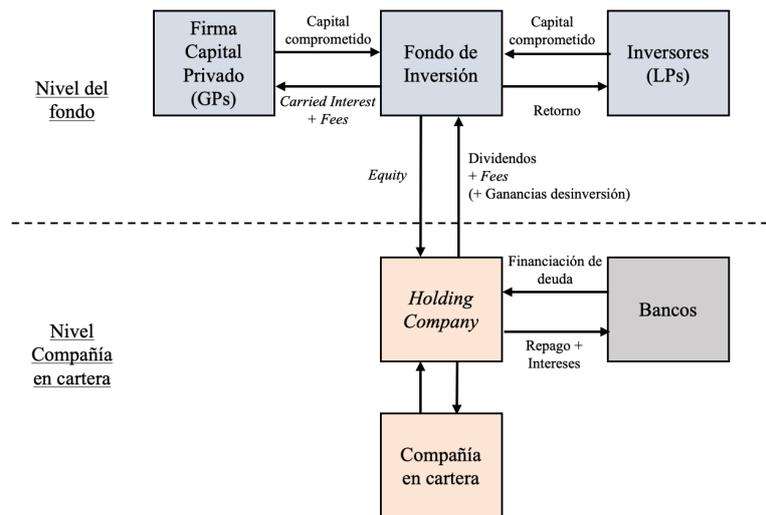


Gráfico 5: Estructura típica de una firma de capital privado (Schlegel, 2019)

Es importante recalcar que cada compañía en cartera es una entidad totalmente separada legal y financieramente del resto de compañías en cartera. Esto implica que las compañías no están interrelacionadas entre sí, no se benefician de sinergias, y las pérdidas de unas no se compensan con las ganancias de otras. (Baker y Montgomery, 1994, p. 20; Jensen, 1989).

El período de gestión de la compañía en cartera tiene lugar una vez que la compañía objetivo ha sido adquirida por el fondo de capital riesgo. Durante esta fase, la firma de capital riesgo ejerce el control de gestión activa que le corresponde y aplica diferentes herramientas de eficiencia financiera y operativa con el fin de impulsar la creación de valor. Consecuentemente, los fondos de capital riesgo desempeñan un papel fundamental en la gestión financiera y operacional de la empresa en cartera durante el periodo de inversión, poniendo el foco en la gestión activa de los flujos de

caja con el fin de repagar la deuda, introduciendo medidas de reducción de costes, mejorando la eficiencia operacional, consolidando la actividad de la empresa en su sector, entre otras medidas. Pese a tener una función activa en la gestión de la compañía, los fondos de capital riesgo dependen profundamente del equipo directivo de la empresa para aplicar las estrategias de creación de valor definidas conjuntamente. La elección de un equipo directivo profesional durante la adquisición es por lo tanto una decisión primordial para el futuro de la empresa y retorno de la inversión (Kaplan y Strömberg, 2009, pp. 130-137; Loos, 2005, pp. 15).

La desinversión o *exit* de una compañía en cartera, tiene lugar a lo largo de los cuatro a diez años de la vida de un fondo y constituye la fase en la cual los gestores e inversores del fondo buscan obtener el retorno de las inversiones. La desinversión de una compañía en cartera se puede realizar a través de diferentes estrategias, las más destacadas siendo (Loos, 2005, p. 15):

- *Initial Public Offering (IPO)*: salida a bolsa de la compañía en cartera.
- *Trade Sale*: venta de la empresa a un comprador estratégico o a un industrial (competidor, cliente o proveedor de la empresa).
- *Secondary Buyout*: venta de la compañía a un comprador financiero, como otro fondo de capital riesgo.
- En caso de insolvencia de la compañía, procedimientos de liquidación se ponen en marcha.

Las diferentes estrategias de desinversión tienen sus respectivas ventajas/desventajas y no todas se adecuan a cada empresa en cartera, por lo que es fundamental que los fondos valoren detalladamente las diferentes alternativas de *exit*. En el caso del *IPO*, la salida a bolsa generalmente implica una valoración superior de la compañía con respecto a las otras estrategias, pero también es un proceso más prolongado, que supone un coste mayor y riesgo de que las condiciones de mercado no sean favorables para la salida. Por otro lado, la venta de la compañía en cartera a un tercero, ya sea estratégico o financiero, es un proceso más rápido, que permite una desinversión inmediata y completa, y otorga un mayor control sobre el proceso de venta que el *IPO*. Asimismo, un proceso competitivo entre compradores terceros puede

desencadenar en una guerra de pujas y escalar el precio de venta. Sin embargo, dicha estrategia, en el caso de venta a un industrial, puede suponer retrasos regulatorios por la revisión antimonopolio. Además, cabe destacar que un comprador financiero generalmente no está dispuesto a pagar un precio equivalente al del comprador estratégico, ya que no tiene en cuenta las sinergias en el precio de compra (La Lande y Gibson, Dunn & Crutcher, 2011).

Según un estudio estadístico de Kaplan y Strömberg (2009), la estrategia de *exit* más común en compras apalancadas realizadas entre 1970 y 2007, es la venta de la empresa a un comprador estratégico o industrial, que ocurre en el 38% de las desinversiones. La venta de la compañía en cartera a otro fondo de capital privado en un *secondary buyout* ocurre el 24% de las veces, y finalmente la salida a bolsa representa el 14% de las desinversiones.

2.4. Características del candidato ideal para una compra apalancada

Una empresa objetivo candidata a una compra apalancada generalmente cuenta con las siguientes características:

- Flujos de caja estables, no cíclicos y predecibles, con el fin de hacer frente a intereses y repago de la deuda.
- Empresa en un estado de madurez, con un producto o servicio reconocido y con necesidades mínimas de gasto en capital o *capex*.
- Posesión de activos sólidos e importantes con el fin de asegurar la deuda con dichos activos.
- Equipo directivo fuerte, profesional y con conocimientos clave acerca de la compañía objetivo e industria.
- Ambiente regulatorio estable y relaciones laborales favorables, con el fin de asegurar unos flujos de caja constantes.
- Activos fácilmente segregables, con el fin de vender los *non-core assets* (activos no fundamentales) en caso de necesidad.

Por el contrario, las empresas que no poseen activos fijos no son candidatas atractivas para una compra apalancada ya que la deuda no se puede asegurar. Lo mismo ocurre con empresas que se encuentran en fase de crecimiento y experimentan un rápido cambio tecnológico, debido a la volatilidad de sus flujos de caja y la necesidad de reinvertir dichos flujos (Loos, 2005, pp. 12-13; Mascareñas, 1993, p.154).

3. Marco teórico: Herramientas de creación de valor en operaciones apalancadas

Según Jensen (1989), los fondos de capital privado son fuente de creación de valor a través de las compras apalancadas, resultando en incrementos reales en la productividad de las compañías en cartera y siendo difícil encontrar perdedores sistemáticos en las transacciones.

Schlegel (2019) define la creación de valor como un incremento en la valoración financiera de una compañía. Los fondos de capital riesgo buscan impulsar la creación de valor de las compañías en cartera durante las diferentes fases de la compra apalancada: adquisición de la compañía, periodo de gestión y desinversión (Baker y Montgomery, 1994, p. 27).

A su vez, Berg y Gottschalg (2004) definen la creación de valor como un proceso complejo resultante de múltiples palancas de creación de valor complementarias que tienen lugar durante las diferentes fases de la compra apalancada. Estos autores, analizan la creación de valor en compras apalancadas desde la perspectiva de los inversores de capital y presentan la siguiente relación:

$$\text{Equity Value} = \text{Valuation Multiple} \times \text{Revenues} \times \text{Margin} - \text{Net Debt}$$

Esta fórmula descompone los fondos propios en cuatro componentes fuentes de creación de valor – múltiplo de valoración (EBITDA), ingresos, margen (EBITDA), y deuda financiera neta, respectivamente. Es decir, un cambio (incremento o disminución) en uno de los componentes de la ecuación repercute directamente en el valor de los fondos propios, resultando en una creación (aumento) o pérdida (disminución) de valor.

Kaplan y Strömberg (2009) y Jensen (1989) defienden que los fondos de capital riesgo aplican ingeniería financiera, mejoras operativas e iniciativas de gerencia con el fin de impulsar la creación de valor en las compañías en cartera. Asimismo, Chiarella *et al.* (2015) agrupan las principales palancas de creación de valor en tres grupos – apalancamiento, crecimiento y múltiplo – y relacionan la medida en que estas palancas crean valor con las condiciones del mercado. Es decir, los fondos de capital

riesgo alcanzan retornos máximos cuando las tres palancas de creación de valor son aplicadas simultáneamente, siempre y cuando las condiciones macroeconómicas sean favorables durante el periodo de gestión. Concretamente, la disponibilidad de crédito y su coste afectan directamente a la estructura financiera (proporción de capital y deuda) de la compañía adquirida, las perspectivas económicas influyen el potencial de mejoras operativas, y por último, el mercado determina la valoración de la compañía y su múltiplo.

Por otra parte, Berg y Gottschalg (2004) y Loos (2005) hacen hincapié en la distinción entre las palancas primarias (directas) y secundarias (indirectas) de creación de valor. Las palancas primarias tienen una repercusión directa en el rendimiento financiero y balance de la compañía en cartera, resultando en la creación de valor directa a través de ingeniería financiera (apalancamiento), mejoras operativas y redefinición de estrategias. Por otro lado, las palancas secundarias de creación de valor no son fáciles de cuantificar, ni tienen un impacto directo en el rendimiento financiero o generación de flujo de caja de la compañía en cartera, pero juegan un papel importante en el proceso de creación de valor y afectan e impulsan directamente las palancas de creación de valor primarias. Las palancas indirectas están relacionadas con cambios en la estructura organizativa, de gobierno corporativo, de propiedad e incentivos. La investigación señala que la mayor parte de la generación de valor en compras apalancadas, equivalente a dos tercios, es resultante de las palancas primarias (Loos, 2005, p. 21).

Por lo general, las palancas de creación de valor más comúnmente utilizadas por las firmas de capital riesgo en su cartera de empresas son el apalancamiento, las mejoras operativas, y la expansión por múltiplo (Brigl *et al.*, 2016, p. 3). Consecuentemente, el análisis se enfocará fundamentalmente en estas tres palancas de creación de valor directas puesto que constituyen la principal y más común fuente de creación de valor en las compras apalancadas.

3.1. Apalancamiento

El apalancamiento es una herramienta muy utilizada y beneficiosa para las firmas de capital riesgo, puesto que el uso intensivo de deuda permite a los gerentes del fondo controlar una participación mayoritaria del activo mediante una aportación de capital inferior a la que necesitarían sin el uso de la deuda (Jensen, 1989). Según Kaplan y Strömberg (2009), las compras apalancadas son financiadas en un 60 a 90 por ciento con deuda, generalmente asegurada por los activos de la empresa adquirida y por los flujos de caja esperados, y la porción restante del precio de compra con capital.

La financiación de una compra apalancada tiene lugar durante la fase de *Deal Structuring* del proceso de compra, y típicamente proviene de fuentes de financiación variadas, como bancos comerciales, fondos de deuda, compañías de seguros, u otras instituciones financieras. Durante este proceso de estructuración de la transacción, los fondos de capital privado generalmente hacen uso de sus capacidades, reputación y contactos en la industria financiera para negociar unas condiciones favorables de financiación. Un recurso común de los fondos es la organización de procesos competitivos entre bancos financiadores o entidades financieras con el fin de incentivarles a ofrecer mejores condiciones de financiación (Loos, 2005, p. 26).

3.1.1. Apalancamiento y estructura de capital

El uso intensivo de deuda para financiar la transacción es la primera fuente de creación de valor en compras apalancadas (Chiarella *et al.*, 2015). Durante los años 1980, el apalancamiento constituía la principal fuente de creación de valor, ascendiendo al 51% del valor añadido.

Los gerentes del fondo, junto con asesores financieros, determinan la estructura de capital óptima, es decir la proporción de capital y deuda, para cada empresa en cartera (Brigl *et al.*, 2016, p. 3). El uso intensivo de deuda reduce drásticamente la cantidad de fondos propios requeridos en una empresa. Esto permite a los inversores y gerentes del fondo controlar una gran porción de la propiedad total sin necesidad de grandes inversiones de capital (fondos propios) (Jensen, 1989).

El objetivo principal de esta palanca es la maximización de la eficiencia de la estructura de capital. El uso de una estructura financiera más apalancada genera un mayor rendimiento para los inversores, independientemente de la valoración en el momento de venta de la empresa (Chiarella *et al.*, 2015). El siguiente ejemplo numérico permite estudiar el efecto del apalancamiento en la valoración y retorno de una inversión. En la siguiente tabla, se presentan dos escenarios de compra de una misma compañía, el primer caso es una compra apalancada y el segundo una compra con fondos propios. Ambos casos asumen un periodo de inversión de 5 años, así como el mismo múltiplo de entrada y salida, y no tienen en cuenta los costes de transacción ni la amortización de la deuda. Cabe mencionar que, en ambos casos, la creación de valor es fruto del aumento de valor de la compañía – crecimiento anual compuesto del beneficio del 10% – y del apalancamiento en el caso de la compra apalancada.

	LBO	100% Equity
Adquisición Inicial		
Beneficio		\$10
Múltiplo		6x
Valoración		\$60
Capitalización		
Deuda	4x	0x
	\$40	\$0
Equity	2x	6x
	\$20	\$60
Retornos tras venta a los 5 años		
Valoración		\$96,63
(-) Deuda	-\$40	\$0
Equity Value	\$56,63	\$96,63
Retorno Anual	23,1%	10,0%
Retorno del Capital	1,8x	0,6x
Beneficio tras 5 años		
Crecimiento anual		10%
Crecimiento acumulativo		161,1%
Beneficio año 5		\$16,11
Precio de venta año 5		
Beneficio año 5		\$16,11
Múltiplo		6x
Precio de venta		\$96,63

Tabla 1: Supuesto práctico LBO vs. All equity acquisition (Johnson, n.d.)

- El primer escenario muestra el caso de la compra apalancada de una empresa por el valor de \$60, dos tercios del precio de compra son financiados con deuda (\$40/\$60 equivale a dos tercios o 66,7%), y por lo tanto el tercio restante con fondos propios. Al cabo de cinco años, la empresa se vende por \$96,63 – equivalente a un crecimiento anual compuesto del beneficio del 10% –, resultando en un retorno interno de la inversión del 23,1% y un *Multiple of Money* de la transacción de 1,8x.

- El segundo escenario presenta la compra de una empresa por el valor de \$60, financiada al 100% con fondos propios. Al cabo de cinco años, la empresa se vende igualmente por \$96,63 – equivalente a un crecimiento anual compuesto del beneficio del 10% –, resultando en un retorno interno de la inversión del 10% y un *Multiple of Money* de la transacción de 0,6x.

La comparativa de ambos casos permite mostrar el efecto del apalancamiento en el retorno de la compra de una compañía. Asumiendo una deuda de dos tercios (alrededor de 66,7%) del precio de compra, la transacción permite alcanzar un retorno del 23,1% y un *Multiple of Money* de la transacción de 1,8x, equivalente a aproximadamente el doble del retorno adquirido en el caso de la compra financiada por fondos propios. Es decir, el uso de apalancamiento permite reducir el importe de *equity* aportado por el fondo en la transacción inicial, alcanzando en este caso un retorno superior, de más del doble, al del caso de la compra financiada con solo *equity*. Por lo tanto, el *Multiple of Money* y la tasa interna de retorno dependen directamente de la estructura financiera de la compañía, y son favorecidos por el uso de deuda. Es importante denotar que se trata de un ejemplo simplificador que excluye los costes de transacción y repago de la deuda. Sin embargo, incluso teniendo en cuenta dichos factores, la compra apalancada generalmente permite alcanzar un mayor rendimiento que una transacción sin deuda (Johnson, n.d.).

Por otro lado, el apalancamiento impulsa la creación de valor mediante el repago de deuda con los flujos de caja generados por la empresa en cartera, durante el periodo de gestión (Brigl *et al.*, 2016, p. 3). El repago de la deuda permite reducir progresivamente la proporción de deuda frente a la de capital en la estructura financiera de la compañía, consecuentemente incrementando la proporción de fondos propios o el valor de la inversión en capital social de la compañía (Chiarella *et al.*, 2015).

Recordando la relación de Berg y Gottschalg (2004), un cambio en uno de los componentes de la ecuación – múltiplo de valoración, ingresos, margen, y deuda financiera neta – repercute directamente en el valor de los fondos propios. Por

consiguiente, una reducción de la deuda neta, mediante la amortización de la misma, repercutiría directamente en los fondos propios, provocando su incremento y contribuyendo a la creación de valor.

3.1.2. Apalancamiento y ahorro fiscal

Además de impulsar la creación de valor mediante el repago de la deuda, el apalancamiento también conlleva un ahorro fiscal. Dicho ahorro fiscal, consecuencia del incremento del apalancamiento de una empresa, ha sido identificado como una fuente importante de creación de valor en las compras apalancadas.

Concretamente, el uso de deuda en una compra apalancada conlleva al pago de un mayor importe de intereses, que son fiscalmente deducibles, provocando un ahorro fiscal y un impacto positivo en el flujo de caja de la compañía (Berg y Gottschalg, 2004, pp. 17-18). Comparativamente al *equity*, el uso de deuda es beneficioso para la compañía puesto que el pago de intereses conlleva un ahorro de impuestos, mientras que la retribución del capital social (dividendos) no se beneficia de ninguna deducción de impuestos (Damodaran, 2007). Es decir, el pago de intereses de la deuda tiene un coste inferior a la financiación mediante fondos propios, que no conlleva beneficios fiscales (Löffler, 2000). Además, cabe subrayar que una mayor tasa impositiva implica un mayor beneficio fiscal del apalancamiento (Damodaran, 2007).

Según Miller y Modigliani (1958), el apalancamiento, como principal fuente de financiación en la compra de una empresa, aumenta el pago de intereses, que siendo fiscalmente deducibles, incrementan los flujos de caja de la compañía y consecuentemente la valoración de la empresa.

3.1.3. Apalancamiento como forma de control del *management*

Además de la creación de valor mediante el repago de la deuda y los ahorros fiscales en compras apalancadas, la deuda contribuye indirectamente a la creación de valor reduciendo los costes de agencia entre inversores y *management* de la compañía (Loos, 2005, p. 29).

La teoría de la agencia sustenta que existe un conflicto interno en la empresa, derivado de la divergencia de intereses entre los propietarios de la empresa y sus gerentes (*management*). Los costes de agencia derivan de la contratación de una persona (agente) por otro individuo o grupo de personas (principal) para que le preste un servicio, implicando una delegación de poder de decisión en el agente. Asumiendo que ambas partes buscan maximizar su utilidad, la teoría del agente establece que el agente no siempre actúa en el interés del principal (Jensen y Meckling, 1976).

En el caso de la compra apalancada, el papel del agente corresponde al *management* de la empresa, y el del principal a los inversores del fondo. La deuda es un método de control del *management* y reducción de los costes de agencia entre estos dos actores. El uso de deuda en compras apalancadas repercute directamente en el flujo de caja disponible: aumentando las necesidades de caja para amortizar la deuda y repagar intereses, y consecuentemente reduciendo el flujo de caja disponible a discreción de los administradores de la empresa. Por lo tanto, la deuda fuerza al *management* a emplear la caja generada en el repago de la deuda y a no gastarlo de forma ineficiente ni en su propio interés (Jensen, 1989). El apalancamiento conduce a una alineación de intereses entre inversores y administradores de la empresa, contribuyendo indirectamente a la creación de valor (Loos, 2005, p. 17).

3.1.4. Apalancamiento, sus determinantes y limitaciones

Como se ha recalado anteriormente, los principales beneficios de la deuda en una compra apalancada son el alcance de un mayor retorno de la inversión comparativamente a una compra no apalancada, los beneficios fiscales que conlleva, y la reducción de los costes de agencia entre inversores y administradores.

Según Damodaran (2007), el valor de una empresa se ve afectado por el uso de deuda. La valoración de una empresa aumenta con el apalancamiento si el beneficio del uso de la deuda es superior a su coste. Por el contrario, si el coste del apalancamiento es superior al beneficio del mismo, el valor de la empresa disminuirá con el incremento

de la deuda. En el caso de que el beneficio de la deuda se compense totalmente con su coste, la deuda se convierte en un factor neutral en la valoración de la empresa.

Por lo tanto, la deuda conlleva múltiples beneficios, pero también puede ser perjudicial para la empresa. Las desventajas del uso de deuda se podrían resumir en tres grandes puntos (Damodaran, 2007, pp. 6-7; Gompers, Kaplan y Mukharlyamov, 2015, p. 20):

- El aumento de la deuda de una compañía incrementa la probabilidad de **insolvencia** de la misma. El coste de insolvencia tiene un componente directo, como el coste de las acciones legales y judiciales, y otro indirecto, como la repercusión indirecta de la quiebra de la compañía en sus operaciones puesto que los consumidores dejan de comprar los productos, los proveedores no conceden créditos y los empleados empiezan a buscar otro empleo más estable.
- Con el apalancamiento, surgen **costes de agencia** entre inversores de capital y prestamistas puesto que los prestamistas invierten en la empresa, delegando el poder de decisión a los inversores de capital. Por lo general, los inversores de capital buscan alterar las políticas de financiación y dividendos a su favor, buscando maximizar su propia utilidad. Con el fin de protegerse ante los inversores, los prestamistas pueden aplicar *covenants*, restringiendo las políticas de inversión y dividendos en el futuro, o directamente imponer tipos de interés más altos para compensar futuras pérdidas por la divergencia de intereses.
- El hecho de recibir préstamos en el presente, implica una **pérdida de capacidad crediticia futura**. Es decir, en un futuro, la empresa puede ser incapaz de realizar inversiones simplemente por el hecho de que no podrá acceder a financiación para esas inversiones.

La estructura de capital óptima de una empresa en una compra apalancada ha sido objeto de numerosos estudios, el más común y popular siendo el *cost of capital approach*. Teniendo en cuenta que la valoración de una compañía viene determinada por el valor presente de los futuros flujos de caja generados por la empresa

descontados al coste del capital, el *cost of capital approach* sugiere que el ratio de endeudamiento óptimo es aquel que maximiza el valor de la compañía minimizando el coste promedio ponderado del capital (*Weighted Average Cost of Capital* o *WACC*), siempre y cuando los flujos de caja futuros no se vean alterados. A su vez, el coste de capital está compuesto por dos factores: el coste de los fondos propios y el coste de la deuda. Como se ha mencionado anteriormente, el uso de deuda conlleva unos beneficios, pero también unas desventajas que provocan el incremento del riesgo de insolvencia y paralelamente el aumento del coste del capital social (Damodaran, 2007).

El uso de deuda tiene un efecto positivo en el coste de capital, puesto que implica un coste inferior al del capital social, por lo que los fondos propios son reemplazados por apalancamiento. Sin embargo, la deuda es beneficiosa para la compañía hasta cierto punto. A medida que la deuda incrementa, el riesgo de insolvencia también aumenta provocando dos efectos paralelos:

- El aumento del coste de la deuda.
- El incremento del riesgo para los inversores de capital y consecuentemente el del coste de los fondos propios.

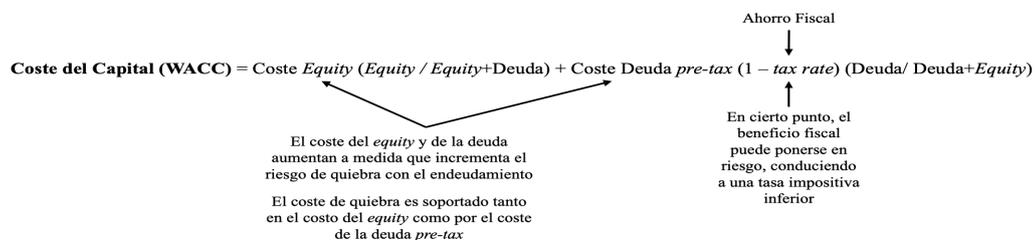


Gráfico 6: *Trade-off* entre el coste de los fondos propios y el de la deuda (Damodaran, 2007)

El *trade-off theory*, ejemplificado en el gráfico 6, ilustra esta explicación y revela que la estructura de capital óptima es aquella en la que los beneficios fiscales del apalancamiento se compensan exactamente con el coste de quiebra de la empresa (Myers, 2001). Es decir, las empresas deberían incrementar su nivel de deuda hasta el punto en el cual el beneficio fiscal marginal de un dólar adicional de deuda equivalga al coste de insolvencia (Gompers, Kaplan y Mukharlyamov, 2015, p. 6).

Por otro lado, Baker y Wurgler (2002) introducen la teoría de *market-timing*, que sugiere que los gestores del fondo modifican la estructura de capital de la empresa en función de las condiciones de los mercados de renta variable (acciones) y renta fija (deuda). El principal supuesto de esta teoría es la ineficiencia del mercado de capitales, permitiendo sobre o infra valoraciones de las acciones o deuda. Es decir, los gestores prefieren financiarse con: *equity* cuando el mercado de renta variable está sobrevalorado; y con deuda cuando el mercado de renta fija está “recalentado”, y por lo tanto sobrevalorado, lo que lleva a los inversores a no recibir el tipo de interés correspondiente al riesgo subyacente de una empresa.

En forma de conclusión, según Berg y Gottschalg (2004, p. 18), la ingeniería financiera tiene un impacto directo en el resultado final de la empresa y, por lo tanto, representa una palanca primaria de creación de valor.

3.2. Mejoras operativas

Durante los primeros años del auge de las compras apalancadas, los fondos de capital privado se centraron en el apalancamiento como principal herramienta de creación de valor e impulso de la tasa de retorno de las compañías en cartera. Sin embargo, hoy en día, la creación de valor en compras apalancadas va más allá de la ingeniería financiera, fomentando la implantación de mejoras operativas, convirtiéndose en la fuente de creación de valor más utilizada por los fondos. De hecho, la contribución al valor añadido de las mejoras operativas en las empresas en cartera ha incrementado considerablemente, del 18% en la década de 1980 al 48% en 2012.

A grandes rasgos, las mejoras operativas se basan en la creación de valor mediante el crecimiento de ingresos y/o mejora de márgenes, a través de, por ejemplo, el desarrollo de nuevos productos, expansión geográfica, incremento de precios, aumento del volumen de ventas, o reducción de costes (Brigl *et al.*, 2016, pp. 3-5). Las mejoras operativas tienen un impacto directo en los márgenes y flujos de caja de la compañía en cartera, a través de medidas que aumentan la productividad y eficiencia de sus operaciones (Berg y Gottschalg, 2004, p. 19).

Volviendo a la relación de Berg y Gottschalg (2004), un cambio en uno de los componentes de la ecuación – múltiplo de valoración, ingresos, margen, y deuda financiera neta – repercute directamente en el valor de los fondos propios. Por consiguiente, un incremento de ingresos y/o mejora de márgenes, repercutiría directamente en los fondos propios, provocando su incremento y contribuyendo a la creación de valor.

3.2.1. Mejoras operativas: Áreas de creación de valor

Como mencionado anteriormente, las herramientas de creación de valor pueden tener un carácter directo o indirecto. Las fuentes directas de creación de valor tienen un efecto directo en la eficiencia operativa de la compañía, mejorando sus flujos de caja libre y márgenes. En el caso de las mejoras operativas, son de carácter directo puesto que el aumento de la eficiencia operacional, ya sea a través de una reducción de costes, un incremento de ingresos o la optimización del uso activos, tiene un impacto directo tanto en el rendimiento financiero como en el flujo de caja de la empresa en cartera (Loos, 2005, p. 21).

Las compras apalancadas aumentan la eficiencia operativa de la compañía en cartera en un 42% de media, desde el año anterior a la inversión hasta el tercer año del periodo de gestión. Además, el flujo de caja también aumenta un 96% durante el mismo periodo, y se observan mejoras considerables de márgenes de beneficio, ventas por empleado, fondo de maniobra, existencias y cuentas por cobrar (Jensen, 1989).

Un informe sobre el capital privado publicado por Boston Consulting Group, introduce 25 herramientas de creación de valor a través de mejoras operativas (Brigl *et al.*, 2012). El siguiente gráfico resume las 25 formas de creación de valor operacional, agrupándolas en cuatro grandes áreas de actuación: estructura financiera, resultado final, e ingresos (actividad principal y expansión).

Estructura Financiera	Bottom Line	Top Line (Core Business)	Top Line (Expansión)
1. Optimización del fondo de maniobra: inventarios, cuentas por cobrar y pagar	6. Sourcing: <i>outsourcing, offshoring, insourcing</i>	12. Eficiencia de las ventas: incentivos relacionados con margen y crecimiento	19. Estrategia de canal: expansión a nuevos canales
2. Optimización de activos fijos: capacidad, alquiler, financiación, y utilización	7. Suministro: ahorro de costes y base de proveedores	13. Gestión de cuentas: cuentas estratégicas y consumidor final	20. Innovación de producto: desarrollo de nuevos productos
3. Optimización de capital expenditure: posponer o eludir inversiones	8. Logística: manejo de pedidos, planificación y existencias, almacenamiento y distribución	14. Marketing: eficiencia de promoción y gestión de marca	21. M&A
4. Políticas de excedente de caja: dividendos, recompra de acciones y pago de deuda	9. Eficiencias operativas, de producción y fabricación	15. Pricing: estrategia, niveles y estructura, ejecución	22. Estrategia de marca
5. Reestructuración o desinversión	10. Reducción de costes generales en función del valor y actividad	16. Desarrollo de línea de producto: mejoras continuas a los productos existentes	23. Expansión geográfica
	11. Delaying	17. Product bundling and cross-selling	24. Desarrollo del modelo de negocio
		18. Gestión de canales: comercialización de canales, y aspectos de ventas de la logística	25. Servicio: modelo, organización y procesos

Gráfico 7: Las cuatro principales áreas en las que una compañía puede crear valor a través de mejoras operativas según Boston Consulting Group (Brigl et al., 2012, p. 19)

Por un lado, las herramientas de mejoras operativas relacionadas con la estructura financiera tienen como objetivo la optimización de la misma, a través de medidas como el control de los niveles del fondo de maniobra (existencias, cuentas por cobrar/pagar), de las inversiones de capital (*capex*), políticas de excedente de caja, y desinversiones. Por otro lado, las medidas de creación de valor que afectan el resultado final de la compañía se centran en la optimización y control de las diferentes políticas de coste, subcontratación, reducción de costes y reorganización de actividades de logística y contratación. Finalmente, los instrumentos de mejoras operativas que buscan impulsar los ingresos, se centran en la optimización de la actividad principal de la empresa y/o en la expansión del negocio a nuevos canales, regiones y mercados.

3.2.2. Mejora de márgenes e impulso de ingresos

Las compras apalancadas suelen cambiar sustancialmente la organización y gestión de las compañías en cartera, con el fin de reducir costes y mejorar márgenes. Tras la adquisición de la compañía objetivo, el equipo gestor refuerza el sistema de control de costes con el fin de reducir los costes de producción e incrementar la productividad.

Una de las principales áreas de reajuste de costes se centra en la reducción de *overheads* (costes generales o indirectos). Las empresas sometidas a compras apalancadas suelen aumentar la eficiencia de gestión de los *overheads*, optimizando el sistema de control de costes, desarrollando nuevos mecanismos de coordinación y comunicación, e incrementando la agilidad en la toma de decisiones.

Tras la compra apalancada, el fondo busca la optimización del uso de los activos corporativos de la empresa con el fin de incrementar los flujos de caja de la misma. Un incremento de los flujos de caja conlleva un impacto directo en la valoración de la compañía, dado que la valoración de una empresa viene determinada por el valor presente de los futuros flujos de caja generados por la empresa descontados al coste del capital. El flujo de caja de una empresa se puede ver favorecido de dos formas, a través de un reajuste del *working capital* (capital de explotación) y/o del *capex* (inversiones de capital). Existen tres maneras de incrementar la eficiencia de la gestión del capital de explotación, es decir disminuyendo el fondo de maniobra, a través de una reducción de las existencias, una aceleración del cobro de cuentas por cobrar, y/o una ampliación del pago a proveedores. Por otro lado, tras una compra apalancada el nivel de las inversiones de capital se suele ver afectado, puesto que la empresa se deshace de los activos no estratégicos de modo que solo permanezcan los *core-assets* (activos fundamentales) (Berg y Gottschalg, 2004; Loos, 2005, p. 21).

Las herramientas de creación de valor mencionadas anteriormente, tienen una repercusión directa en los costes y flujos de caja de la compañía, y por lo tanto en el resultado final. Por otro lado, las mejoras operativas en compras apalancadas también se canalizan a través del impulso de ingresos. Las empresas sometidas a una compra apalancada tienden a elaborar planes de negocio y crecimiento ambiciosos, centrándose en la optimización de la actividad principal de la empresa, desarrollo e innovación del producto, gestión de la marca, y/o en la expansión del negocio a nuevos canales, regiones y mercados (Brigl *et al.*, 2012).

Los gestores del fondo y administradores de la empresa buscan aumentar la distinción estratégica y el posicionamiento competitivo de la empresa. Toman decisiones de

carácter estratégico para la empresa, reestableciendo su enfoque estratégico, política de precios, *product-mix* (gama de productos), calidad de los productos, servicio al cliente, público objetivo y canales de distribución (Loos, 2005, p. 24).

Según un informe publicado recientemente por McKinsey (**Baker et al.**, 2019), las mejoras comerciales – en precios, *product-mix*, clientela, o crecimiento del volumen de ventas de una empresa – son una gran fuente de creación de valor para la empresa en cartera. Especialmente en lo relacionado a la estrategia de precios, generalmente inexplorada por los fondos de capital privado, cuando los fondos abordan dicha estrategia el margen sufre una expansión de entre 3% y 7% en un año. A modo de ejemplo, en el caso de una empresa mediana estadounidense, una mejora del 1% en precios aumenta de media los beneficios en un 6%. Comparativamente, una reducción del 1% en costes variables y fijos tiene una repercusión en los beneficios del 3,8% y el 1,1% respectivamente. La fijación de precios es una herramienta eficaz de creación de valor puesto que el impacto fluye, prácticamente en su totalidad, al resultado final, neto de cualquier cambio de volumen o inversión realizada. Las empresas pueden maximizar el valor de esta estrategia aplicando la fijación de precios en una etapa temprana del periodo de inversión, pero el valor se puede derivar de cualquier etapa del periodo de inversión. Sin embargo, es importante tener en cuenta las desventajas que implica la alteración de la política de precios en una empresa, como la pérdida de competitividad, de clientes y de las capacidades comerciales.

Por último, la estrategia *buy-and-build* se analizará en detalle en la siguiente sección, puesto que se trata de una de las principales herramientas de creación de valor a través de mejoras operativas.

3.2.3. Estrategia *Buy-and-build*

Durante los años de auge de los fondos de capital privado, la creación de valor en operaciones apalancadas se canalizaba fundamentalmente a través del uso de deuda financiera. Sin embargo, las mejoras operativas y, en especial, las fusiones y adquisiciones se han convertido en protagonistas de la creación de valor en compras apalancadas (Bain & Company, 2019; Brigl et al., 2016, pp. 3-5). Un informe de

capital privado publicado por Boston Consulting Group, sugiere que la estrategia *buy-and-build* (M&A o fusiones y adquisiciones) es la herramienta de creación de valor más utilizada por los fondos para impulsar las mejoras operativas de las empresas en cartera, en el 91% de casos (Brigl *et al.*, 2012).

La estrategia *buy-and-build* se caracteriza por la compra de una empresa en un mercado fragmentado, con el fin de construir un núcleo. Es decir, la estrategia de creación de valor se basa en la compra de una o varias empresas por la compañía en cartera, con el fin de fusionarlas posteriormente, explotar el conocimiento sobre un determinado sector e incluso alcanzar la consolidación de un segmento del mercado (Loos, 2005, p. 25). La construcción de un núcleo de empresas a través de fusiones y adquisiciones puede acelerar el crecimiento de los ingresos e impulsar la mejora de márgenes a través de las sinergias realizadas. Además, dicha estrategia puede dar lugar a expectativas de mercado de crecimiento futuro de la empresa en cartera, lo cual podría traducirse en una valoración superior en la desinversión (Brigl *et al.*, 2016, p. 3).

El informe publicado por Boston Consulting Group, revela que la estrategia *buy-and-build* se desarrolla principalmente en *primary deals*; que las transacciones transfronterizas de M&A implican un mayor rendimiento que las transacciones nacionales o las transacciones sin adquisiciones; y que la actividad de fusiones y adquisiciones aumenta con el tamaño de la transacción de una compra apalancada, mientras que las transacciones de M&A llevadas a cabo por empresas de inferior tamaño tienen un mayor rendimiento que las de las empresas medianas y grandes (Brigl *et al.*, 2016, pp. 5-12). Además, la estrategia *buy-and-build* puede ser una forma de compensar el aumento creciente de los múltiplos en las transacciones. Es decir, dicha estrategia permite al fondo adquirir una empresa a un múltiplo de compra elevado, puesto que dicha compra “más cara” se compensa con la posterior adquisición de otras empresas a múltiplos más bajos para construir el núcleo. Esta estrategia provoca el descenso del coste medio de adquisición de la empresa en cartera y crea valor adicional a través de sinergias, que son fuente de reducción de costes o

aumento de ingresos. El objetivo es construir un nuevo y poderoso negocio de tal manera que el conjunto valga más que las partes (Bain & Company, 2019, pp. 37-45).

3.3. Arbitraje de múltiplo

El arbitraje o expansión de múltiplo se basa en la estrategia *buy low - sell high*, y se define como la capacidad de generar valor a partir de la diferencia en la valoración de una compañía entre su adquisición y desinversión, independientemente de los cambios en el rendimiento financiero del negocio (Berg y Gottschalg, 2004).

El arbitraje de múltiplo y su repercusión en la creación de valor ha evolucionado considerablemente a lo largo de la historia de *private equity*, creando el 31% del valor en la década de 1980, posteriormente el 46% en la década de 1990, se contrajo ligeramente al 39% en la primera década de 2000, y finalmente posicionándose en el 40% en 2012. Esta fuente de creación de valor consiste en el aumento del valor de mercado de la empresa en cartera a través de, por ejemplo, la perspectiva de crecimiento futuro de la empresa, el desarrollo de una estrategia de crecimiento factible para la empresa o la reducción de su perfil de riesgo. Por otro lado, la valoración de una empresa también está sujeta a factores externos, como las condiciones del mercado y el entorno macroeconómico (Brigl *et al.*, 2016, p. 3).

Volviendo a la relación de Berg y Gottschalg (2004), un cambio en uno de los componentes de la ecuación – múltiplo de valoración, ingresos, margen, y deuda financiera neta – repercute directamente en el valor de los fondos propios. Por consiguiente, una alteración del múltiplo de valoración, repercutiría directamente en los fondos propios, provocando su incremento/disminución y contribuyendo/empobreciendo a la creación de valor.

Berg y Gottschalg (2004) describen la alteración del múltiplo de valoración refiriéndose a este tipo de generación de valor como una fuente de “captación de valor”, dado que puede producirse sin ningún cambio en el rendimiento financiero de la empresa. Ciertamente, el múltiplo puede estar parcialmente influenciado por

cambios en el rendimiento financiero, pero los cambios en el múltiplo de valoración son fundamentalmente determinados por factores exógenos a la empresa. Además, exponen cinco factores que, según ellos, influyen en el múltiplo de valoración: cambios en la valoración del mercado, información privada, información del mercado, capacidades de negociación y optimización del alcance corporativo.

3.3.1. Arbitraje de múltiplo a raíz de cambios en la valoración del mercado

Los fondos de capital riesgo pueden beneficiarse o sufrir las alteraciones en la valoración de mercado entre el periodo de compra y venta de una determinada empresa en cartera. Se trata de un efecto llamado *multiple riding*, completamente exógeno a la empresa y al fondo de inversión. La valoración de mercado de una empresa viene determinada por los múltiplos de las compañías comparables en el mercado público, por lo que la creación de valor a raíz de cambios en la valoración del mercado tiene lugar en el caso de que los múltiplos de compañías comparables aumenten durante el periodo de gestión. Por lo tanto, los cambios de valoración positivos en el mercado favorecen la valoración de la compañía en cartera e impulsan la creación de valor para el fondo, que captura el valor creado en el mercado independientemente de la evolución financiera de la compañía (Berg y Gottschalg, 2004, p. 11).

3.3.2. Arbitraje de múltiplo a raíz de asimetría de información privada y pública

El segundo y tercer factor que influye en el múltiplo de valoración es la asimetría de información, ya sea privada o pública.

Por un lado, la asimetría de información privada se suele dar principalmente en el caso de un *Management Buy-Out*, puesto que el equipo gestor puede beneficiarse de *insider information* acerca de la empresa y situarse en una posición ventajosa frente a los actuales dueños de la empresa. Por lo tanto, los gestores de la compañía, junto con el fondo de inversión, pueden aprovecharse de dicha información y situación privilegiada frente a los actuales inversores de *equity* (dueños) durante las negociaciones del precio de adquisición. La situación descrita se puede dar tanto en

la adquisición como en la desinversión de una compañía, favoreciendo una bajada del precio de compra o subida del precio de venta con el fin de maximizar retornos (Berg y Gottschalg, 2004, pp. 12-14). Sin embargo, cabe mencionar que la teoría de dicha estrategia implica un nivel más alto de asimetría de información por parte del equipo gestor de lo que es realmente factible en un entorno de adquisición competitivo (Singh, 1990).

Por otro lado, la asimetría de información también puede ser de carácter público y puede resultar de unos conocimientos y maestría únicos para determinar el valor de una empresa basándose en información del mercado. Los fondos de inversión operan en un entorno de extenso conocimiento compuesto por una gran red profesionales y especialistas en diferentes sectores, que les permite acumular unas competencias únicas acerca del mercado y por lo tanto información exclusiva. Dicha información privilegiada es de gran utilidad a la hora de valorar una empresa y determinar el momento adecuado de compra y venta de la misma, otorgando a los fondos una ventaja competitiva frente a otros potenciales compradores (Berg y Gottschalg, 2004, p. 14; Fox y Marcus, 1992).

3.3.3. Arbitraje de múltiplo a raíz de capacidades de negociación

El arbitraje de múltiplo también puede estar relacionado con las capacidades de negociación de un fondo de inversión, como la capacidad para identificar empresas objetivo, evitar los procesos competitivos y gestionar las negociaciones de compra. Una identificación temprana de oportunidades de inversión puede repercutir directamente en un precio de compra no inflado, e indirectamente en el retorno de la inversión. Los fondos realizan constantes y sistemáticas investigaciones de mercado con el fin de identificar potenciales candidatos de compra y monitorizar los diferentes mercados (Berg y Gottschalg, 2004). Como mencionado anteriormente, por lo general, los fondos prefieren valorar oportunidades de inversión generadas como *proprietary dealflow*, con el fin de evitar procesos competitivos y una escalada del precio de compra (Loos, 2005). Además, los fondos de inversión se suelen caracterizar por ser excelentes negociadores. Del mismo modo, los fondos aprovechan su red de contactos para maximizar la valoración de la compañía en

cartera en la desinversión, y por lo tanto el precio de venta, contribuyendo a la creación de valor (Berg y Gottschalg, 2004).

3.3.4. Arbitraje de múltiplo a raíz de la optimización de la estructura corporativa

La optimización de la estructura corporativa es el último factor influyente en el arbitraje de múltiplo a través de una estrategia de *asset stripping* o *buy-and-build*.

Por un lado, en el caso de que una empresa con varias subdivisiones sea menos valiosa en su conjunto que en la suma de sus partes, los fondos suelen aplicar una estrategia de *asset stripping* o liquidación de activos no fundamentales. La liquidación de las partes de la empresa infravaloradas permite al fondo eliminar el descuento del conglomerado y beneficiarse de la apreciación del valor de los activos restantes (Berg y Gottschalg, 2004, p. 16).

Por otro lado, *buy-and-build* es considerada como la estrategia opuesta. Como mencionado anteriormente, la estrategia *buy-and-build* se caracteriza por la compra de una empresa en un mercado fragmentado, con el fin de construir un núcleo mediante la compra de una o varias empresas con el fin de fusionarlas posteriormente y realizar sinergias (Loos, 2005, p. 25). La construcción de un núcleo de empresas favorece al arbitraje de múltiplo a través de la aceleración del crecimiento de los ingresos y la mejora de márgenes a través de las sinergias realizadas, así como las expectativas de mercado de crecimiento futuro de la empresa (Brigl *et al.*, 2016, p. 3).

4. Demonstración numérica

El análisis del marco teórico de las palancas de creación de valor en compras apalancadas revela las principales palancas de creación de valor: el apalancamiento, las mejoras operativas y el arbitraje de múltiplo. En este apartado, la teoría se pondrá en práctica a través de una demostración numérica de *elaboración propia* con el fin de analizar la repercusión financiera de dichas palancas en el retorno de una inversión, y por lo tanto la creación de valor de cada una de ellas.

La demostración numérica se desarrolla para una misma empresa, enfatizando cada una de las palancas de creación de valor en diferentes escenarios.

A lo largo de la demostración numérica, se estudia el supuesto caso de la Compañía ABC, una empresa familiar española. Un fondo de capital privado se ha interesado por la Compañía ABC puesto que opera en un sector con perspectivas de crecimiento y tiene unos flujos de caja estables, y les ha hecho una oferta de adquisición a la familia accionista. La oferta de compra presentada por el fondo equivale a un múltiplo de 10x EBITDA de 2019, sumando un importe de *Enterprise Value* de €250 millones (10x * €25 millones) por el 100% de la compañía. En lo relacionado al periodo de inversión del fondo, asumimos un periodo de 5 años (2020-2025), puesto que como mencionado anteriormente en el marco teórico se trata del periodo medio de inversión en operaciones de capital privado.

4.1. Caso Base

El primer escenario tratado es el caso base, sobre el cual se construirá el resto de escenarios en función de las diferentes palancas de creación de valor. El importe de la transacción – €250 millones de *Enterprise Value* – se financia con 80% de *equity* y 20% de deuda, ascendiendo a €200 millones y €50 millones respectivamente.

En lo relacionado a la deuda, asumimos que es *bullet*. Por lo tanto, en lugar de amortizarse a lo largo de su vida, se repaga el importe total del principal de la deuda en el vencimiento de la misma (Investopedia, n.d.), y por ello asumimos que tras el

periodo de inversión el comprador refinanciará la deuda en los términos que más le convengan. Sin embargo, el interés de la deuda se cobra todos los años, y en este caso asumimos un tipo de interés del 1,7% – compuesto por el Euribor *mid-swap* 5 años de -0,22% según Bloomberg (n.d.), más un margen del 2%, que estimamos razonable para una compañía de este riesgo (apalancamiento bajo debido a una estructura de apalancamiento de deuda/EBITDA de 2x, compañía no cíclica y tamaño mediano).

La siguiente tabla resume la cuenta de pérdidas y ganancias para el caso base durante el periodo de inversión de 2020-2025, e ilustra las hipótesis tenidas en cuenta para proyectar el crecimiento en ventas y los márgenes. Como se puede observar, el crecimiento en ventas es conservador, que acaba convergiendo a la tasa de inflación del 2%, y los márgenes se mantienen constantes durante el periodo. Además, se puede apreciar que los gastos financieros se mantienen constantes durante el periodo, al tratarse de una deuda *bullet*.

Pérdidas y Ganancias							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	100	108	114	121	126	131	134
% YoY	10%	8%	6%	6%	4%	4%	2%
EBITDA	25	27	29	30	32	33	33
% margen	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Amortización	7	7,56	8	8	9	9	9
% YoY	0%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
EBIT	18	19,4	21	22	23	24	24
% margen	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Gastos Financieros	1,25	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
% tipo de interés	3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
BAI	16,8	18,6	19,7	21,0	21,8	22,7	23,2
Impuestos	4,2	4,6	4,9	5,2	5,5	5,7	5,8
% Tasa impositiva	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Beneficio Neto	12,6	13,9	14,8	15,7	16,4	17,1	17,4
% margen	12,6%	12,9%	12,9%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%

Tabla 2: Compañía ABC cuenta de pérdidas y ganancias del Caso Base durante el periodo de inversión 2020-2025

Para calcular el retorno de la inversión, hay que tener en cuenta la inversión inicial del fondo, es decir el *equity* de entrada, así como el de salida, y los flujos de caja recibidos por los inversores durante el periodo de inversión. En el caso de esta demostración, asumimos que los inversores reciben todos los años un dividendo de la compañía equivalente al beneficio neto que genera. Con el fin de obtener el valor de los fondos propios en 2025, calculamos el *Enterprise Value* del año de desinversión

multiplicando el EBITDA de 2025 por el múltiplo de salida, asumiendo que es el mismo que el de entrada (10x), lo que equivale a €335 millones. La caja acumulada, después del pago de dividendos y gastos financieros durante el periodo de inversión, se resta a la deuda con el fin de obtener el valor de la deuda financiera neta.

	31-Dec-19	31-Dec-20	31-Dec-21	31-Dec-22	31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-25
EBITDA		27	29	30	32	33	33
Múltiplo de salida		10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x
EV		270	286	303	316	328	335
Deuda Financiera Neta		50	50	50	50	50	(0)
Equity value		220	236	253	266	278	335
Flujo de caja para los accionistas							
Año de salida							2025
Inversión inicial		(200)					
Pago de Dividendos		14	15	16	16	17	17
Salida de la inversión							335
Flujo de caja total para el PE		(186)	15	16	16	17	352
TIR		19,5%					
MoIC		2,1x					

Tabla 3: Análisis del retorno de la inversión para el caso base

En la tabla superior se aprecia la inversión inicial del fondo equivalente a €200 millones de *equity*, los dividendos recibidos anualmente por los inversores, y el *equity* de desinversión de €335 millones. Los datos expuestos se traducen en una tasa interna de retorno (TIR o IRR) y un MoIC (*Multiple on Invested Capital*) de la inversión equivalente a 19,5% y 2,1x respectivamente.

4.2. Caso de apalancamiento

Con el fin de analizar la repercusión del apalancamiento como herramienta de creación de valor en el retorno de una inversión, tomaremos el caso base como referencia para construir un escenario de mayor apalancamiento.

En este caso, el importe de la transacción – €250 millones de *Enterprise Value* – se financia con 40% de *equity* y 60% de deuda, ascendiendo a €100 millones y €150 millones respectivamente. Como mencionado anteriormente en el marco teórico, el uso intensivo de deuda reduce drásticamente la cantidad de fondos propios requeridos

en la compra de una empresa, lo que repercute directamente en el retorno de la inversión. Además, la deuda tiene un efecto positivo en el coste de capital, puesto que implica un coste inferior al del *equity*.

En lo relacionado a la deuda, asumimos igualmente que se trata de deuda *bullet*, por lo que no se amortiza. Sin embargo, en este caso el interés de la deuda es superior al del caso base, y asumimos un tipo de interés del 3,7% – compuesto por el Euribor (*mid-swap* 5 años) de -0,22% más un margen del 4%, que estimamos razonable para una compañía de este riesgo (dado su alto apalancamiento de deuda/EBITDA de 6x, pero compañía no cíclica y tamaño mediano).

En lo relacionado a la cuenta de pérdidas y ganancias, las hipótesis de crecimiento y márgenes se mantienen. Sin embargo, el resultado final se ve afectado por un importe superior en gastos financieros, y a la vez beneficiado por el ahorro fiscal proveniente del pago de intereses.

Asimismo, la siguiente tabla resume un análisis del retorno de la inversión para este escenario. En este caso, también asumimos un pago de dividendos anual equivalente al beneficio neto generado por la empresa, y el mismo múltiplo de entrada que de salida (10x). Observamos que tanto la tasa interna de retorno como el MoIC son considerablemente superiores a los del caso base, en 11,1 puntos y 0,8x respectivamente. Esto se debe fundamentalmente a una proporción de *equity* inferior en la inversión inicial del fondo – este caso implica una inversión inicial de €100 millones de *equity* para la compra de la empresa, mientras que el caso base requiere una inversión del doble de *equity* (€200 millones).

	31-Dec-19	31-Dec-20	31-Dec-21	31-Dec-22	31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-25
EBITDA		27	29	30	32	33	33
Múltiplo de salida		10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x
EV		270	286	303	316	328	335
Deuda Financiera Neta		150	150	150	150	150	107
Equity value		120	136	153	166	178	228
Flujo de caja para los accionistas:							
Año de salida							2025
Inversión inicial		(100)					
Pago de Dividendos		10	11	12	13	13	14
Salida de la inversión							228
Flujo de caja total para el PE		(90)	11	12	13	13	241
TIR		30,6%					
MoIC		2,9x					

Tabla 4: Análisis del retorno de la inversión para el Caso de Apalancamiento

4.3. Caso de mejoras operativas

Con el fin de analizar la repercusión de las mejoras operativas como palanca de creación de valor en el retorno de una inversión, tomaremos el caso base como referencia para construir un escenario de mayor crecimiento y mejora de márgenes.

En este caso, la financiación del importe de la transacción se mantiene como en el caso base. Es decir, los €250 millones de *Enterprise Value* se financian con 80% de *equity* y 20% de deuda, equivalente a €200 millones y €50 millones respectivamente.

En lo relacionado a la deuda, asumimos de igual manera que es *bullet* y no se amortiza. En este caso, los gastos financieros se mantienen como en el caso base puesto que el apalancamiento es el mismo, asumiendo un tipo de interés del 1,7%.

Sin embargo, el crecimiento en ventas y los márgenes se ven directamente afectados en este caso. Como mencionado anteriormente en el marco teórico (pp. 31-33), las mejoras operativas en compras apalancadas se pueden canalizar a través de, por ejemplo, un impulso de ingresos, reducción de costes y mejora de márgenes, optimización de la estructura financiera, optimización de la actividad principal de la empresa y expansión del negocio a otros canales o mercados.

Con el fin de ilustrar las mejoras operativas en esta demostración numérica, asumimos un crecimiento en ventas durante el periodo de gestión del fondo de 10% los dos primeros años, y de 8% los tres últimos – significativamente superiores a los del caso base, en el cual asumimos 6% los dos primeros años, 4% los dos siguientes y 2%. Además, asumimos una mejora del margen EBITDA de 3 puntos el primer año (28%), de 5 puntos el segundo año (30%), y un mantenimiento del margen de 30% de 2023 a 2025 – frente a un margen constante durante el periodo de gestión de 25% en el caso base.

Dichas mejoras operativas repercuten directamente en el resultado final, con un margen sobre el beneficio neto de 17% en 2025 frente a 13% en el caso base, y por lo tanto en el flujo de caja libre generado por la compañía a lo largo del periodo y el EBITDA resultante en el año de desinversión. En este escenario, el impacto de las mejoras operativas en el flujo de caja se traduce en una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) de 10,4%, frente a 4,4% en el caso base.

Asimismo, la siguiente tabla resume un análisis del retorno de la inversión para este escenario. En este caso, también asumimos un pago de dividendos anual equivalente al beneficio neto generado por la empresa, y el mismo múltiplo de entrada que de salida (10x). Observamos que tanto la tasa interna de retorno como el MoIC son considerablemente superiores a los del caso base, en 5,6 puntos y 0,6x respectivamente, pero en menor medida que en el caso del apalancamiento. Esto se debe al crecimiento en ventas y mejora del margen EBITDA, puesto que repercute directamente en el cálculo del *Enterprise Value* en el año de salida y en los dividendos – equivalentes al beneficio neto – retribuidos anualmente a los inversores.

	31-Dec-19	31-Dec-20	31-Dec-21	31-Dec-22	31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-25
EBITDA		27	32	36	38	39	40
Múltiplo de salida		10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x	10,0x
EV		270	321	364	379	394	402
Deuda Financiera Neta		50	50	50	50	50	(4)
Equity value		220	271	314	329	344	406
Flujo de caja para los accionistas							
Año de salida							2025
Inversión inicial		(200)					
Pago de Dividendos		14	17	20	21	22	22
Salida de la inversión							406
Flujo de caja total para el PE		(186)	17	20	21	22	428
TIR		25,1%					
MoIC		2,7x					

Tabla 5: Análisis del retorno de la inversión para el caso de mejoras operativas

4.4. Caso de arbitraje de múltiplo

Con el fin de analizar la repercusión del arbitraje de múltiplo como palanca de creación de valor en el retorno de una inversión, tomaremos el caso base como referencia para construir un escenario de *multiple riding*.

En este caso, la financiación del importe de la transacción se mantiene como en el caso base. Es decir, los €250 millones de *Enterprise Value* se financian con 80% de *equity* y 20% de deuda, equivalente a €200 millones y €50 millones respectivamente. De igual manera, asumimos que la deuda es *bullet* y no se amortiza. En este caso, los gastos financieros se mantienen como en el caso base puesto que el apalancamiento es el mismo, asumiendo un tipo de interés del 1,7%.

En lo relacionado a la cuenta de pérdidas y ganancias, las hipótesis de crecimiento y márgenes se mantienen como en el caso base. Por lo tanto, los flujos de caja generados por la compañía no se ven alterados en este escenario.

Como mencionado anteriormente en el marco teórico (p. 37), existen cinco factores que pueden influir en el múltiplo de valoración: cambios en la valoración del mercado, información privada, información del mercado, capacidades de negociación del fondo y optimización del alcance corporativo. Con el fin de ilustrar el arbitraje de múltiplo

en esta demostración numérica, asumimos un *multiple re-rating* de 10x a 12x en la salida.

Asimismo, la siguiente tabla resume un análisis del retorno de la inversión para este escenario. En este caso, también asumimos un pago de dividendos anual equivalente al beneficio neto generado por la empresa. Observamos que tanto la tasa interna de retorno como el MoIC son considerablemente superiores a los del caso base, en 3,7 puntos y 0,5x respectivamente, pero en menor medida que en el caso del apalancamiento. Esto se debe únicamente al efecto del arbitraje de múltiplo en el cálculo del *Enterprise Value* en el año de salida.

	31-Dec-19	31-Dec-20	31-Dec-21	31-Dec-22	31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-25
EBITDA		27	29	30	32	33	33
Múltiplo de salida		12,0x	12,0x	12,0x	12,0x	12,0x	12,0x
EV		324	343	364	379	394	402
Deuda Financiera Neta		50	50	50	50	50	(0)
Equity value		274	293	314	329	344	402
Flujo de caja para los accionistas							
Año de salida							2025
Inversión inicial		(200)					
Pago de Dividendos		14	15	16	16	17	17
Salida de la inversión							402
Flujo de caja total para el PE		(186)	15	16	16	17	419
TIR		23,2%					
MoIC		2,6x					

Tabla 6: Análisis del retorno de la inversión para el caso de arbitraje de múltiplo

4.5. Conclusiones

La demostración muestra el impacto numérico de las tres principales palancas identificadas en el retorno de la inversión y creación de valor. El escenario de apalancamiento muestra el mayor impacto en el retorno de la inversión y se presenta como la principal fuente de creación de valor.

Comparativamente al caso base y a los otros dos escenarios, el caso de apalancamiento implica tanto una tasa interna de retorno como MoIC considerablemente superiores. Esto se explica principalmente por el uso intensivo de deuda, que reduce drásticamente la cantidad de fondos propios requeridos en la

compra de una empresa. La proporción de *equity* y deuda en la inversión inicial del fondo afecta directamente al cálculo de la tasa interna de retorno y MoIC: a mayor uso de deuda, menor proporción de *equity*, y mayor retorno y creación de valor en la inversión. Sin embargo, es importante recalcar que la demostración se ha basado en la situación económica actual y cabe denotar que la situación extraordinaria actual de tipos de interés históricamente bajos favorece al coste de la deuda, y por lo tanto al impacto del apalancamiento en el retorno de la inversión.

En cuanto al escenario de las mejoras operativas, las hipótesis de crecimiento y mejora de márgenes EBITDA repercuten directamente en el resultado final y en el flujo de caja libre generado por la compañía a lo largo del periodo. Las mejoras operativas afectan directamente a la creación de valor a través del cálculo del *Enterprise Value* en el año de salida y del beneficio neto distribuido en forma de dividendo, implicando una tasa interna de retorno y MoIC considerablemente superiores a los del caso base.

El escenario de arbitraje de múltiplo presenta un retorno de la inversión parecido al caso de mejoras operativas. En este escenario, la creación de valor viene determinada únicamente por el efecto del arbitraje de múltiplo en el cálculo del *Enterprise Value* en el año de salida.

Pese a haber hecho uso de las palancas de creación de valor por separado con el fin de simplificar la demostración numérica, es importante denotar que el retorno máximo de una inversión se alcanza combinando las diferentes palancas de creación de valor, puesto que no son exclusivas, aunque están interrelacionadas.

5. De la teoría a la práctica: El caso de la Compañía X por Alantra Private Equity

Esta última sección de la tesis ilustra el caso de una transacción real, con el fin de estudiar las palancas de creación de valor utilizadas realmente por un fondo de capital privado en una compra apalancada.

Este último año de estudios universitarios, he tenido la oportunidad de cursar seis meses de prácticas en un fondo de *private equity* de referencia en España, Alantra Private Equity (en adelante Alantra PE). Por este motivo, me gustaría culminar mi Trabajo de Fin de Grado con un caso ejemplificador de compra apalancada, el cual Alantra PE me ha permitido incluir y proporcionado los datos necesarios. Las siguientes líneas describen detalladamente la transacción, las partidas involucradas, e incluyen un análisis de la creación de valor y de las palancas utilizadas en esta transacción en concreto. Por motivos de confidencialidad, se ha acordado con Alantra PE denominar a la empresa en cuestión “Compañía X” a lo largo de este caso.

5.1. Alantra PE y presentación de la Compañía X

Alantra PE es una firma de capital privado pionera en la Península Ibérica, con más de 25 años de experiencia. Se trata de un fondo generalista con una amplia experiencia sectorial, centrado principalmente en el sector alimenticio, industrial, sanitario y tecnológico. Alantra PE se focaliza principalmente en el *upper-mid market*, es decir, compañías con un EBIDTA de entre €7-40 millones. A día de hoy, cuenta con más de €800 millones de activos bajo gestión. Además, forma parte del Grupo Alantra, lo cual le otorga un perfil internacional e institucional.

En el año 2011, Alantra PE adquirió la Compañía X, como resultado de un *proprietary dealflow*, es decir, un proceso de búsqueda de oportunidades de inversión generadas unilateralmente. La oportunidad de compra surgió de una larga relación entre el equipo de Alantra PE y los principales directivos y accionistas de la Compañía X. La compra resultó en un *management buy-out*, dado que un gran número de ejecutivos

del equipo directivo (que no eran accionistas hasta el momento) decidieron invertir, junto con Alantra PE, en la compañía debido al atractivo del proyecto.

La Compañía X opera en el sector de las telecomunicaciones y aeroespacial, y está compuesto por 3 unidades de negocio diferentes:

- Línea 1: **Seguridad** – Proveedor de sistemas de comunicación inalámbrica para la seguridad pública.
- Línea 2: **Aeroespacial** – Diseño, fabricación y suministro de antenas y componentes para satélites de alta tecnología a bordo.
- Línea 3: **Radiodifusión** – fabricación de sistemas y equipos para la transmisión de señales de radio y televisión y de antenas para el control del tráfico aéreo.

Es importante recalcar que El Grupo operaba a través de estas tres líneas de negocio, que estaban organizadas en dos compañías operativas. Las líneas 2 y 3 forman parte de una misma compañía (“Compañía A&R”), mientras que la línea 1 es parte de una compañía independiente pero complementaria (“Compañía S”).

Dichas líneas de negocio se caracterizan por tener un abanico de actividades encuadradas en el ámbito del diseño y fabricación de equipos y sistemas de alto contenido tecnológico, con fuerte vocación exportadora, una visión de crecimiento orgánico e inorgánico, y dirigidos, principalmente, a sectores básicos de la actividad económica (telecos, espacio, energía, etc.).

5.2. Racional y parámetros de la transacción

La Compañía X constituye una oportunidad de inversión atractiva para un fondo de capital privado, dado que reúne las principales características del *target* ideal.

En primer lugar, se trata de un líder mundial en su nicho de actividad, con una imagen de marca reconocida, extensa base de clientes de tamaño relevante, y con potencial para desarrollar un crecimiento orgánico e inorgánico. Cuenta con una fuerte presencia internacional y diversificación geográfica, con el 75-80% de las ventas en

el extranjero. Asimismo, la compañía cuenta con una generación de caja importante como consecuencia de sus bajas necesidades de *capex* de mantenimiento.

La compañía se caracteriza por tener una tecnología diferenciadora y ofrecer flexibilidad en los servicios de producción, mediante la personalización de los productos. Además, opera en un sector en crecimiento y con grandes barreras de entrada debido a los exigentes requisitos tecnológicos.

Por otro lado, cabe destacar el compromiso del equipo directivo para con el proyecto de Alantra PE, al cual se sumaron a través de un MBO (*management buy-out*).

La siguiente tabla resume los principales parámetros de la transacción de compra de la Compañía X por Alantra PE. En 2011, el Grupo consolidado (incluyendo las tres líneas de negocio) facturaba €65 millones y contaba con un EBITDA de €9,4 millones, implicando un margen del 14,4%.

Parámetros de la Transacción (millones)	
EBITDA 2011	9,4€
Múltiplo EV/EBITDA	6,1x
Enterprise Value	57,3€
(-) DFN	17,8€
Equity Value	39,5€

Tabla 7: Principales parámetros de la transacción de compra de la Compañía X por Alantra PE

Cabe destacar que la transacción se caracteriza por un apalancamiento moderado de 2x EBITDA, puesto que se financió en mayor parte con fondos propios de Alantra PE (€39,5 millones), resultando en una combinación de 69% *equity* y 31% deuda. Dado que el *equity story* (racional de la inversión) era fundamentalmente de crecimiento, Alantra PE decidió no apalancar más la compañía y mantuvo el nivel de endeudamiento. Es decir, dado que la Compañía X iba a requerir una importante inversión en *capex* tanto orgánico como de adquisiciones durante los años de gestión, Alantra PE prefirió optar por una política de apalancamiento más conservadora.

5.3. Palancas de creación de valor

Durante los siguientes años de gestión de la Compañía X, Alantra PE llevó a cabo una serie de mejoras en la empresa con el fin de impulsar la creación de valor en la compañía y el retorno de la inversión.

Las principales iniciativas llevadas a cabo por Alantra PE se resumen en los siguientes puntos:

- **Expansión internacional y exportaciones:** Aumento de la huella internacional de la compañía a través de la apertura de nuevas filiales en el extranjero, presencia en todos los países con mercado de satélites y expansión de la oficina/ventas en los EE.UU., Asia, América Latina y Oriente Medio.
- **Crecimiento inorgánico:** Adquisiciones adicionales en productos adyacentes (vigilancia por vídeo, equipos pasivos).
 - *Add-on 1* en 2013 añadió soluciones de video vigilancia a la “Compañía S”.
 - *Add-on 2* en 2014 aumentó la base de clientes de la división aeroespacial y de radiodifusión de la “Compañía A&R” permitiendo realizar mayores ventas cruzadas.
- **Mejoras operativas y crecimiento orgánico:** Alantra PE puso especial énfasis y esfuerzo en expandir el mercado objetivo de la compañía y aumentar las ventas. De hecho, se desarrolló una nueva estrategia comercial, fuerte enfoque de I+D para desarrollar nuevos productos más eficientes, y optimización de los costos gracias al efecto combinado de una unidad de compras centralizada, oficinas internacionales comunes y servicios de retención integrados.
- **Refuerzo de la gestión:** Fortalecimiento del equipo de gestión a través de nuevos nombramientos y expertos de la industria con amplia experiencia en telecomunicaciones y tecnología.

En referencia al marco teórico, dichas iniciativas se podrían calificar como fuentes de creación de valor a través de mejoras operativas, dado que tuvieron una repercusión

directa en las principales magnitudes financieras de la Compañía durante el periodo de gestión, como las ventas, costes, márgenes, y beneficio operativo. En concreto, durante el periodo 2011-2014 las ventas del Grupo crecieron a una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 14,6%, pasando de €65 a €97,9 millones. Por otro lado, el EBITDA se vio beneficiado por un CAGR del 17,1%, incrementando de €9.4 a €15,1 millones de 2011 a 2014.

En relación a la desinversión, el múltiplo de salida jugó un papel muy importante dado que sufrió una expansión de 6,1x a 10,6x. Dicho arbitraje de múltiplo se explica fundamentalmente por las mejoras operativas implementadas por Alantra PE, que aumentaron el atractivo del activo para los compradores. Tras aplicar las diferentes herramientas de creación de valor mencionadas anteriormente, Alantra maximizó el valor a través de un proceso de venta competitivo, en el que se contactó a numerosos potenciales compradores tanto financieros como industriales con el fin de aumentar la competencia.

Finalmente, las distintas líneas de negocio de la Compañía X se vendieron por separado como resultado de una estrategia de creación de valor en la desinversión, de tal forma que resultase más interesante para los potenciales compradores que su conjunto. De esta forma, Alantra consiguió incrementar el interés por los activos realizando dos procesos competitivos diferentes, atrayendo a un mayor número de inversores.

- En primer lugar, se vendió la Compañía S – que comprende la línea de negocio de Seguridad – a un comprador industrial extranjero en 2015. El comprador era un proveedor global líder de soluciones de comunicaciones.
- Posteriormente, en 2018, la Compañía A&R – que comprende las líneas de negocio de aeroespacial y radiodifusión – se vendió igualmente a un comprador industrial español, proveedor líder de soluciones innovadoras de ingeniería y construcción y de energía y medio ambiente.

Es importante resaltar este punto, dado que la venta de las divisiones de la Compañía por separado tiene también una repercusión directa en el retorno de la inversión y

creación de valor. De hecho, el cálculo de la TIR tiene en cuenta la temporalidad de la inversión, lo cual implica que, asumiendo el mismo importe de venta, a menor periodo de inversión, mayor TIR, dado que los inversores reciben antes los flujos de caja.

Tras la desinversión, Alantra PE logró alcanzar un retorno equivalente a una TIR del 34% y un MoIC de 3,7x. El siguiente gráfico ilustra el efecto de las diferentes palancas de creación de valor en dicho retorno de la inversión. Observamos que las palancas de creación de valor implementadas por Alantra PE en esta inversión fueron fundamentalmente mejoras operativas (crecimiento) y *re-rating* de múltiplo. En este caso, el apalancamiento no tuvo un papel principal en la creación de valor, sin embargo, el crecimiento de la compañía tuvo un gran componente inorgánico y las adquisiciones se financiaron en parte con deuda. Además, el crecimiento orgánico también fue acompañado de inversiones relevantes en capacidad productiva que también se financiaron en parte con apalancamiento.

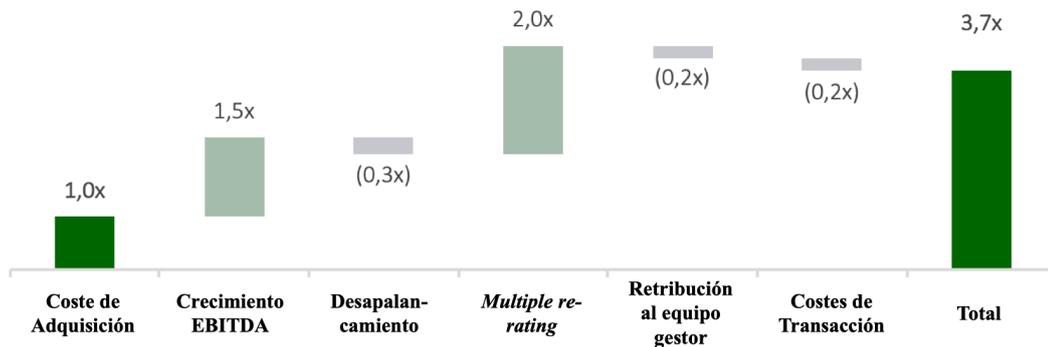


Gráfico 8: Value Bridge - Palancas de creación de valor en la compra de la Compañía X por Alantra PE

6. Conclusiones

A modo de recapitulación, los principales objetivos de este estudio residen en la identificación de las principales fuentes de creación de valor utilizadas por un fondo de capital privado, de una manera tanto teórica como práctica. A lo largo de este trabajo de fin de grado, con el fin de cumplir con estos objetivos y responder a la tesis “Creación de valor en operaciones de capital privado – de la teoría a la práctica”, se ha combinado una investigación académica con una demostración numérica de elaboración propia y el análisis de una transacción real llevada a cabo por Alantra Private Equity.

Del análisis del marco teórico y literatura académica destacan el apalancamiento, las mejoras operativas y el *multiple re-rating* como las tres principales palancas de creación de valor en operaciones de capital privado. El retorno máximo de una inversión se alcanza combinando simultáneamente las diferentes palancas de creación de valor dado que están interrelacionadas y son complementarias. La demostración numérica revela que la mayor generación de valor se obtiene vía apalancamiento. Sin embargo, en este punto cabe recalcar nuevamente que la demostración está basada en la situación económica actual de tipos de interés históricamente bajos, que favorece el impacto del apalancamiento en el retorno de la inversión.

El análisis de la transacción real llevada a cabo por Alantra Private Equity es un caso ejemplificador de compra apalancada que permite estudiar las herramientas utilizadas realmente por un fondo de capital privado de referencia en España para impulsar el retorno y creación de valor en una inversión. En el caso de la Compañía X, las mejoras operativas y el arbitraje de múltiplo se presentan como las principales fuentes de creación de valor, mientras que el apalancamiento no desempeñó un papel principal en esta transacción. Este caso real evidencia las conclusiones del informe de Boston Consulting Group que concluye que las mejoras operativas han incrementado su peso en la creación de valor desde un 18% en 1980 hasta un 42% en 2012 (Brigl *et al.*, 2016, pp. 3-5). Aunque el ejemplo teórico muestra la relevancia y superior impacto del apalancamiento en el retorno y creación de valor de una inversión en la actual

situación de bajos tipos de interés, la realidad nos indica que el uso de mejoras operativas es una herramienta muy efectiva y cada vez más considerada por los fondos de capital privado para impulsar la creación de valor en compras apalancadas.

Por otro lado, este trabajo confirma lo establecido por Chiarella *et al.* (2015) acerca de la importancia de relacionar las diferentes palancas de creación de valor y su impacto en el retorno de una inversión con las condiciones de mercado, como la disponibilidad y coste de crédito, las perspectivas económicas y la percepción del mercado. Al fin y al cabo, la estrategia de creación de valor de un fondo debe tener en cuenta tanto las condiciones de mercado como las características particulares de la empresa objetivo con el fin de impulsar y maximizar la creación de valor de una inversión en concreto.

Este trabajo identifica las tres principales herramientas de creación de valor en operaciones apalancadas y destaca la transición de la industria desde el uso del apalancamiento hacia estrategias alternativas de creación de valor, como *buy-and-build* o *asset stripping*, con el fin de diferenciarse. Los fondos de capital privado suelen participar en procesos competitivos para invertir y por tanto buscan añadir valor mediante estrategias diferenciales en el ámbito de las mejoras operativas, mientras que el apalancamiento aparece más bien como un *commodity* dado que es una herramienta disponible para todos los fondos. Además, el auge de nuevas tendencias como la inversión de impacto (ESG) y la revolución digital presentan numerosas e interesantes oportunidades de inversión para los fondos de capital privado, que quizás afecte a las herramientas empleadas en la creación de valor por los fondos en el futuro próximo.

7. Referencias Bibliográficas

Alantra Partners, S.A. (2020). *Private Equity – Alantra*. Disponible en: <https://www.alantra.com/what-we-do/alternative-asset-management/private-equity/>

Alantra Partners, S.A. (2020). *Private Equity Portfolio – Alantra*. Disponible en: <https://www.alantra.com/what-we-do/alternative-asset-management/private-equity/portfolio/>

Bain & Company. (2019). *Global Private Equity Report 2019*. Boston, Estados Unidos: Bain & Company, Inc.

Baker, G. y Montgomery, C. (1994). “Conglomerates and LBO Associations: A Comparison of Organizational Forms”. *Harvard Business School*. Working Paper 10-024. Disponible en: <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/10-024.pdf>
(Consultado en 24-02-2020)

Baker, M. y Wurgler, J. (2002). “Market Timing and Capital Structure”. *The Journal of Finance*, Vol. 57, no. 1, pp. 1-32.

Baker, W., Chopra, M., Nee, A y Sinha, S. (2019). *Pricing: The next frontier of value creation in private equity*. McKinsey & Company. Disponible en: <https://www.mckinsey.com/business-functions/marketing-and-sales/our-insights/pricing-the-next-frontier-of-value-creation-in-private-equity>

Berg, A. y Gottschalg, O. (2004). *Understanding Value Generation in Buyouts*. Fontainebleau, Francia: INSEAD.

Bloomberg, (n.d.). Bloomberg. Disponible en: <https://www.bloomberg.com>
(Consultado en 10-04-2020)

Brigl, M., Jansen, A., Schwetzler, B., Hammer, B. y Hinrichs, H. (2016). *The Power of Buy and Build – How Private Equity Firms Fuel Next-Level Value Creation*. Boston, Estados Unidos: The Boston Consulting Group.

Brigl, M., Nowotnik, P., Pelisari, K., Rose, J. y Zwillenberg, P. (2012). *The 2012 Private-Equity Report - Private Equity Engaging for Growth*. Boston, Estados Unidos: The Boston Consulting Group.

Cendrowski, H., Petro, L., Martin, J. y Wadecki, A. (2012). *Private Equity: History, Governance and Operations*. Disponible en:
<https://ebookcentral.proquest.com/lib/lancaster/reader.action?docID=821829>

Chiarella, C., Gatti, S., Ragione, M. y Warren, A. (2015). *Private Equity Investments - Financial Markets, Macroeconomic Trends and the Return of Leveraged Buyouts*. Milán, Italia: Università Commerciale Luigi Bocconi & Goldman Sachs International.

Damodaran, A. (2007). *The Anatomy of an LBO: Leverage, Control and Value*. Nueva York, Estados Unidos: New York University.

Feliz, N. (2019). “Alternatives in 2019: Private Capital Dry Powder Reaches \$2tn”, *Preqin*, 28 de enero. Disponible en:
<https://www.preqin.com/insights/research/blogs/alternatives-in-2019-private-capital-dry-powder-reaches-2tn> (Consultado en 30-03-2020)

Fox, I. y A. Marcus (1992). "The Causes and Consequences of Leveraged Management Buyouts." *Academy of Management Review*, Vol. 17, No. 1, pp. 62-85.

Gompers, P., Kaplan, S. y Mukharlyamov, V., (2015). “What Do Private Equity Firms Say They Do?”. *Harvard Business School*. Working Paper 15-081. Disponible en:
https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/15-081_9baffe73-8ec2-404f-9d62-ee0d825ca5b5.pdf (Consultado en 22-02-2020)

Investopedia (n.d.). *Bullet bond*. Disponible en:
<https://www.investopedia.com/terms/b/bulletbond.asp> (Consultado en 10-03-2020)

Jensen, M. (1989). “Eclipse of the Public Corporation”. *Harvard Business Review*.
Disponible en: <https://hbr.org/1989/09/eclipse-of-the-public-corporation> (Consultado en 22-02-2020)

Jensen, M. y Meckling, W. (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

Johnson, S. (n.d.). “Leveraged Buyouts: What, Why, When, and How”. En: Moeller, S. ed. *Finance Essentials: The Practitioners’ Guide*. London: Bloomsbury.

Kaplan, S. y Strömberg, P. (2009). “Leveraged Buyouts and Private Equity”. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 23, Number 1, pp. 121-146.

La Lande, R. y Gibson, Dunn & Crutcher, (2011). “Private Equity Strategies for Exiting a Leveraged Buyout”. *Practical Law Company*. Disponible en:
<https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/documents/publications/LaLande-PrivateEquityStrategiesforExitingaLeveragedBuyout.pdf> (Consultado en 26-02-2020)

Lewis, A. (2019). “Blackstone surpasses \$22B mark for what could be biggest PE fund ever”, *Pitchbook*, 3 de abril. Disponible en;
<https://pitchbook.com/news/articles/blackstone-surpasses-22b-mark-for-what-could-be-biggest-pe-fund-ever> (Consultado en 20-05-2020)

Löffler A. (2000). “Tax Shields in an LBO”. *SSRN Electronic Journal*. Disponible en:
https://www.researchgate.net/publication/228248474_Tax_Shields_in_an_LBO
(Consultado en 28-02-2020)

Loos, N. (2005). *Value Creation in Leveraged Buyouts*. Disponible en:
[http://verdi.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3052/\\$FILE/dis3052.pdf](http://verdi.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3052/$FILE/dis3052.pdf)
(Consultado en 20-02-2020)

Mascareñas, J. (1993). *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Madrid: McGraw-Hill/Interamericana de España.

McKinsey & Company. (2019). *Private markets come of age – McKinsey Global Private Markets Review 2019*. Estados Unidos: McKinsey & Company.

Miller, M. y Modigliani, F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.

Myers, S. (2001). “Capital Structure”. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 81–102

Schlegel, D. (2019). “Value Creation in the Private Equity Industry”. *International Journal of Management Cases*. Disponible en:
[https://www.researchgate.net/publication/334626603 Value Creation in the Private Equity Industry](https://www.researchgate.net/publication/334626603_Value_Creation_in_the_Private_Equity_Industry) (Consultado en 20-02-2020)

Singh, H. (1990). “Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering”. *Strategic Management Journal*, Vol. 11, pp. 111-129.

Tett, G. (2019). “The surprising rise of private capital”, *Financial Times*, 30 de mayo. Disponible en: <https://www.ft.com/content/d083b08e-82c7-11e9-b592-5fe435b57a3b>
(Consultado en 20-03-2020)