



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
(ICADE)

EL CAPITAL RIESGO Y LA COMPRA APALANCADA: EL CASO DE LOS HOTELES HILTON

Autor: Alberto Casado Fernández
Director: Ignacio Prieto Funes

MADRID | Junio de 2019

Resumen

Este trabajo de fin de grado estudia las razones de la evolución del sector del capital riesgo, la estructura de una compra apalancada y las palancas de creación de valor tanto operativas como financieras. En este contexto, se analiza la operación de compraventa de Hilton Hoteles por parte del fondo de *Private Equity* Blackstone, la más rentable de la historia, atendiendo a la estructura de la operación, las palancas de creación de valor y el modelo LBO. La peculiaridad de este caso reside en que la transacción se cerró en junio de 2007, mes que se considera el inicio de la crisis global. Se observa cómo pese a realizarse unas proyecciones de crecimiento muy optimistas y al pago de una elevada prima, la adecuada estructura de capital de la transacción acentúa la capacidad que tienen las compras apalancadas para aguantar periodos macroeconómicos adversos y obtener altas rentabilidades.

Palabras clave: capital riesgo, compra apalancada, estructura de capital, creación de valor, modelo de valoración, Hilton Hoteles, Blackstone.

Abstract

This final dissertation studies the reasons for the evolution of the private equity sector, the structure of a leveraged buyout and the levers for creating both operational and financial value. In this context, we analyse the purchase and sale of Hilton Hotels by the PE fund Blackstone, the most profitable in history, taking into account the structure of the operation, the value creation levers and the LBO model. The peculiarity of this case lies in the fact that the transaction was closed in June 2007, the month considered to be the beginning of the global crisis. It can be seen that, despite very optimistic growth projections and the payment of a high premium, the appropriate capital structure of the transaction accentuates the capacity of leveraged buyouts to withstand adverse macroeconomic periods and obtain high returns.

Keywords: Private Equity, leveraged buyout, capital structure, value creation, valuation model, Hilton Hotels, Blackstone

Tabla de contenidos

Resumen	I
Abstract	I
Índice de figuras	III
1. Introducción.....	1
1.1. Propósito de la investigación.....	1
1.2. Contextualización.....	1
1.3. Justificación del tema	2
1.4. Objetivos	4
1.5. Metodología	4
2. Evolución y desarrollo del Private Equity	6
2.1 Inicios y evolución histórica	6
2.2 Razones del crecimiento	8
2.2.1 Palancas de crecimiento	10
3. Private Equity, marco teórico	12
3.1 Características y categorización del Private Equity	12
3.2 Métodos de inversión	14
3.3 Estructura de una operación de PE	16
3.3.1 Fases de un fondo de PE	16
3.3.2 Tipos de salida.....	18
3.3.3 Estructura de la transacción	19
3.3.4 Estructura de capital de una operación representativa de BO.....	20
3.4 Creación de valor	22
4. Caso práctico – Hilton Hoteles.....	23
4.1 Introducción histórica de la operación	23
4.2 Justificación de la inversión	25
4.3 Hipótesis de inversión planteada por Blackstone	27
4.3.1 Estructura de capital	28
4.3.2 Drivers de precio y apalancamiento: marco teórico.....	29
4.3.3 Proyecciones según el Plan de Negocio y LBO	31
4.4 Creación de valor y resultado de la operación	33
4.5 Conclusiones de la operación	34
5. Conclusiones	36
6. Bibliografía	38
Anexos.....	41

Índice de figuras

Figura 1 - Crecimiento medio anual por tipo de empresa (2005-2015)	3
Figura 2 - Ratios de Equivalencia en el Mercado Público para Fondos de <i>Private Equity</i> en EE.UU. y Europa (1994-2010)	9
Figura 3 - Rendimiento esperado del mercado de capital privado y público	10
Figura 4 - Estrategias de creación de valor.....	11
Figura 5 - Etapas en la vida de un fondo de <i>Private Equity</i>	16
Figura 6 - Rendimiento financiero de Hilton y comparables	26
Figura 7 - Múltiplos de apalancamiento y cotización de Hilton y comparables	26
Figura 8 - Estructura y múltiplos de la compra de Hilton	28
Figura 9 - Estructura de capital de la transacción.....	29
Figura 10 - Evolución de el apalancamiento y el crédito en EE.UU.	31

1. Introducción

1.1. Propósito de la investigación

El propósito de este trabajo de fin de grado *es* explicar las características fundamentales del sector de *Private Equity* (PE), las razones de su rápida expansión desde los años 80 y la estructura de una operación de compra apalancada, el elemento más característico de este sector.

Se busca sentar las bases históricas de la industria y su caracterización, además de explicar la estructura que sigue una compra apalancada y las etapas en la vida de un fondo de capital riesgo. El trabajo pretende mostrar la realidad que se esconde detrás de la demonización de esta industria a raíz de ciertos episodios “oscuros”, como el caso de la bancarrota de RJR Nabisco, y establecer la naturaleza del capital riesgo como un activo de inversión alternativa con rendimientos superiores a los mercados públicos y con una alta resiliencia ante ciclos macroeconómicos adversos.

1.2. Contextualización

McKinsey & Co. (2018) establece en su informe anual sobre los mercados privados, la continuidad de la tendencia de crecimiento que se venía dando desde hace unos años tras la recuperación de la crisis económica. Los motivos del crecimiento son la prima de rentabilidad con respecto al mercado continuo y la escalabilidad. La idea de apostar a “valor seguro” se impone con más fuerza entre los inversores que optan por fondos de capital riesgo no solo a escala nacional sino también internacional.

El año 2017 supuso la confirmación de que la tendencia de crecimiento de los mercados privados no era un suceso puntual. A pesar de que fuera un año bueno para los mercados continuos con incrementos del 20% en índices como el Standard & Poor’s 500 (S&P 500), los inversores han continuado mostrando gran interés y confianza en los mercados privados. En total, los administradores de activos privados recaudaron en 2017 una suma récord de casi 750 mil millones de dólares

Tras este aumento del capital levantado se esconden los mega fondos (de más de 5.000 millones de dólares), que han experimentado un crecimiento del 90% desde año 2016

según McKinsey (2018), alimentados por el descubrimiento de que las rentabilidades de los fondos de capital riesgo no disminuyen conforme sube el montante del capital recaudado en él. De acuerdo con la tendencia de crecimiento de los mercados privados, es necesario entender el funcionamiento del *Private Equity* con el fin de aprovechar futuras oportunidades de inversión.

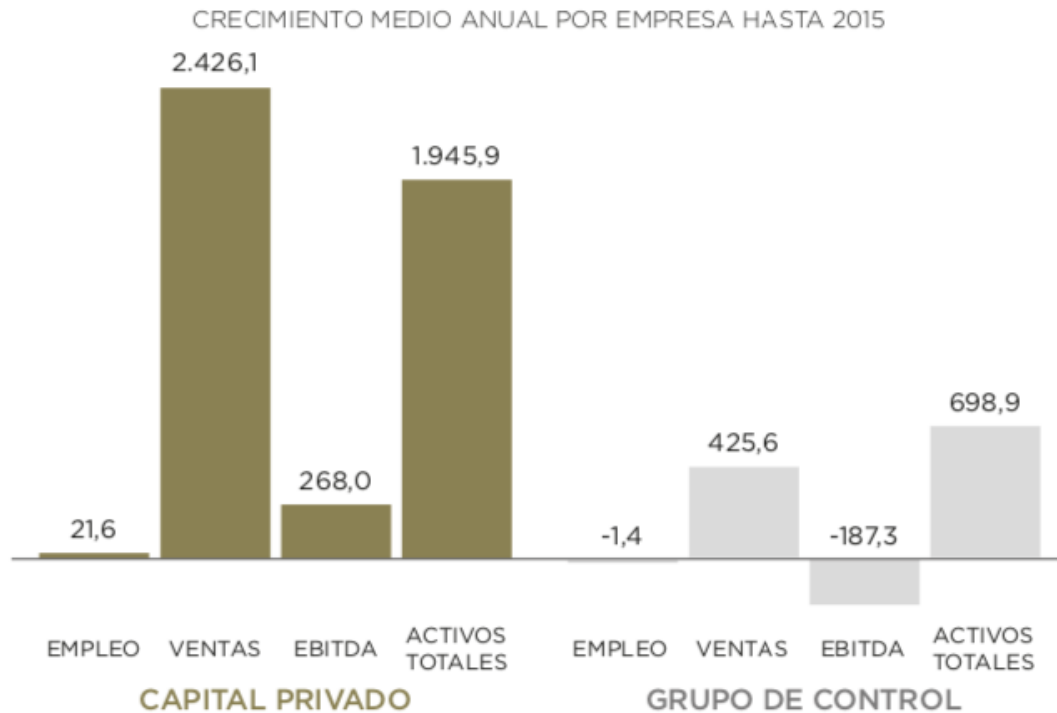
1.3. Justificación del tema

El *Private Equity* es uno de los agentes dinamizadores más importantes del tejido económico nacional, teniendo un impacto positivo no solo en las compañías objetivo sino también en el conjunto de la economía nacional.

En España, “entre 2000 y 2017, el número de operadores registrados en España ha pasado de 71 a 258, habiendo invertido alrededor de 44.000 millones de euros en más de 7.500 empresas. Lo que supuso que al final del año 2017, la cartera de participadas estaba compuesta por un 92% de pymes. Teniendo en cuenta que más del 65% del Producto Interior Bruto (PIB) español está compuesto por pymes, el sector del Capital Privado se ha convertido en un dinamizador fundamental del sector empresarial (ASCRI, 2018).

Entre los años 2005 y 2015, las compañías invertidas por firmas de capital riesgo crecen a un ritmo mayor que aquellas comparables no invertidas en términos de empleo, EBITDA, ventas y activos totales como podemos observar en la figura 1.

Figura 1 - Crecimiento medio anual por tipo de empresa en millones de € (2005-2015)



Fuente: ASCRI. Informe 2018 sobre el Impacto económico y social del capital privado en las operaciones de middle market en España

El capital privado también fomenta la inversión como han demostrado numerosos estudios europeos como Engel y Stiebale (2009) en Reino Unido y Francia; Bertoni, Colombo y Croce (2010) en Italia y Bertoni, Ferrer y Martí (2012) en España. El resultado era el mismo para el total de la geografía: las compañías que han formado parte de la cartera de un fondo de capital riesgo invierten mayores cantidades de capital que sus comparables, incluso tras la salida del fondo del capital social de la empresa. Asimismo, les permite dejar a un lado la dependencia que existe entre su capacidad de generación de caja y su inversión.

Por último, cabe destacar el papel que juega el capital privado en los procesos de mejora del I+D+i de las empresas y en su internacionalización. Con respecto al primer punto, existe un aumento notable de las patentes registradas por las compañías invertidas por entidades de PE y un ejemplo claro es el caso de la compañía Fractus, participada por Enisa, que se situó como la segunda empresa española en el *ranking* de patentes generadas y solicitadas a escala mundial entre 2004 y 2008.

La realización de esta investigación se debe a la motivación del autor por arrojar luz en el muchas veces desconocido mundo del capital riesgo y acabar con las falsas creencias que se han difundido sobre este sector. Se trata de una de las herramientas dinamizadoras más importantes del tejido empresarial e industrial no solo a escala nacional sino también continental que apuesta por el crecimiento de la mano de la empresa participada, y no a su costa como algunos afirman. El hecho de haber podido disfrutar de una experiencia laboral en un fondo de capital riesgo me ha permitido conocer de primera mano su funcionamiento y su compromiso por la mejora de las compañías participadas

1.4. Objetivos

El objetivo principal del trabajo es elaborar una guía introductoria al mundo del capital riesgo analizando los siguientes aspectos:

- Marco histórico de la industria
- Evolución y razones de su crecimiento
- Estructura y tipos de una operación de *Private Equity*
- Análisis de la compra apalancada
- Ejemplo práctico de una transacción por Leveraged Buyouts (LBO)

1.5. Metodología

Con motivo de la elaboración de este trabajo de fin de grado ha sido necesario la lectura, comprensión y revisión de la literatura académica referente al capital riesgo y a la compra apalancada. Para la búsqueda de estos artículos se han utilizado Google Scholar y EBSCO, además de otras herramientas, como Bloomberg, a las que he tenido acceso en la Universidad Pontificia Comillas, Thomson Reuters, Mergermarket y Preqin facilitadas por Alantra, compañía en la que realicé mis prácticas.

Mi experiencia laboral en una compañía de *Private Equity* como Alantra también me ha facilitado la comprensión y síntesis de aspectos como la estructura de una transacción, la estructura de capital y especialmente en la elaboración del modelo LBO. Lamentablemente no pude realizar el caso práctico sobre una de las compañías que Alantra ha tenido en cartera por motivos de confidencialidad, pero el caso de los Hoteles

Hilton resulta una operación atractiva tanto desde el punto de vista teórico como práctico y goza de menos repercusión académica que otras como pueden ser la compra de RJR Nabisco.

En la primera parte del trabajo, que engloba la evolución del sector del PE y el impacto que tiene sobre la economía de los países en los que se practica, se han utilizado informes de las asociaciones de capital riesgo de diferentes países europeos como ASCRI (España), BVCA (Reino Unido) e Invest Europe a nivel europeo. En segunda instancia, al tratar los elementos teóricos más característicos, la literatura de eminencias en este campo como Kaplan, Strömberg, Sorensen y Jensen ha servido de referencia, sentando también las bases del análisis práctico.

2. Evolución y desarrollo del Private Equity

2.1 Inicios y evolución histórica

El capital riesgo o *Private Equity* es, en los términos más simplistas, el capital que se mantiene en una empresa privada. Estas compañías están dirigidas por socios generales (también llamados patrocinadores), que invierten dinero obtenido de inversores que trabajan conjuntamente durante un tiempo limitado y que, por lo tanto, se denominan "socios limitados".

Sin embargo, pese a que esta práctica pueda parecer novedosa, la realidad es que el concepto que subyace detrás es tan antiguo como el capitalismo. El hecho de que un grupo de personas ponga en común su capital para comprar participaciones de una empresa privada se viene realizando desde el siglo XVIII. El primer prototipo lo encontramos en la Massachusetts Bay Company, que utilizaba el dinero reunido para financiar el desarrollo de la economía de las colonias inglesas en Norteamérica. Mientras los colonos se dedicaban a la estructuración y mejora de las colonias, aquellos que se quedaron en Inglaterra ayudaban a la financiación de la empresa, esperando encontrar un retorno en su inversión a lo largo del tiempo.

Años más tarde, cuando el motor económico de Estados Unidos (EE. UU.) era el ferrocarril y su construcción una de las empresas más costosas de la época, la falta de financiación de las familias más pudientes llevó a los principales bancos y a comprar participaciones de control, reestructuraron las operaciones comerciales, introdujeron una nueva administración y ayudaron a eliminar la corrupción. Todos estos son componentes actuales del *modus operandi* de los fondos de capital riesgo.

No será hasta 1946 cuando aparezca la primera empresa de PE moderna como las conocemos hoy bajo el nombre de American Research and Development Corporation. La industria, por su parte, tardará varias décadas en asentarse, en 1970 encontramos alrededor de una decena de compañías de PE ubicadas mayoritariamente en EE. UU.; sin embargo, este número se multiplicará rápidamente debido a:

- La caída de la bolsa de valores de los Estados Unidos en la década de 1970.

- Periodo de incertidumbre desde la promulgación de ERISA (Employee Retirement Income Security Act) en 1974, que fue extremadamente perjudicial para la industria hasta su clarificación en 1978.
- Reducciones de la tasa máxima del impuesto a las plusvalías (Cendrowski et al, 2008),

La edad de oro del PE llega en Estados Unidos de la mano del *boom* del mercado de deuda *high yield* (deuda de alto rendimiento, más cara y de mayor rentabilidad que aquella ofrecida por el mercado). Las investigaciones de Michael Milken que demostraban que este tipo de deuda *high yield* suponía rentabilidades mucho mayores que la deuda más común *investment grade*, impulsó el uso de uno de los elementos más característicos de un PE, la compra apalancada o LBO (*Leveraged Buy Out*). Este método de inversión se caracteriza por minimizar el paquete de *equity* que la empresa inversora debe comprometer, sustituyéndolo por deuda y beneficiándose de las altas rentabilidades que ofrecía este tipo de deuda, las tasas internas de retorno de las operaciones que se realizaban con LBO financiados mediante deuda *high yield* ofrecían jugosas oportunidades de beneficio. Entre los años 1980 y 1988, se produce una inversión en el porcentaje que representa en el mercado el total de capital proveniente de créditos corporativos y bonos, pasando de 57% a 15% y 36% a 61% respectivamente (Jefferis, 1990).

La escalada de operaciones de LBO es notable durante toda la década de los 80, llegando a su culmen en 1988 con la compra de la multinacional estadounidense RJR Nabisco por parte del fondo de inversión KKR (Kravis Kolberg Roberts). Esta operación de compra, en torno a 30 billones de dólares, que tuvo en vilo al mercado por su dramatismo, supuso la última gran operación del sector del PE en el siglo XX.

El mercado de capital privado se ha convertido en una importante fuente de fondos para las empresas de nueva creación, las empresas en dificultades financieras y las empresas públicas que buscan financiación para la compra de acciones. Entre 1980 y 1994, la cantidad de PE pendiente aumentó de menos de 5.000 millones de dólares a 100.000 millones de dólares. Fenn, et al (1995)

La caída del mercado de valores en los años 90 provocada por los bonos basura y las consecuencias negativas que había dejado el caso Nabisco provoca que la compra

apalancada pase a un segundo plano, quedando latente en un estado de crecimiento sostenido hasta principios del siglo XXI.

El modelo de compra apalancada se asentará en Reino Unido a principios de este siglo y tardará unos años más en hacerlo en el resto del viejo continente, implantándose definitivamente en los años anteriores a la crisis financiera de 2007.

2.2 Razones del crecimiento

Existen únicamente, dos posibilidades reales a la hora de invertir capital: o bien se invierte en el mercado público, o de lo contrario se hace lo propio en el mercado de capital privado. Históricamente los flujos de capitales invertidos en los mercados públicos suponían el grueso de las inversiones totales. Sin embargo, desde el *boom* de la compra apalancada y los PE en los años 80 del siglo pasado, esta tendencia se ha ido revertiendo.

La razón es bastante simple: en el largo plazo, el mercado de capital privado y especialmente el sector del PE obtiene rendimientos superiores.

En “Private Equity performance. What do we know?” Harris et al. (2014) realizan un detallado estudio del rendimiento de los fondos de PE en EE. UU. y Europa desde 1994 hasta 2010. Para ello, se sirven del ratio PME (*Private Market Equivalent* o Equivalente del Mercado Privado) de Kaplan y Schoar (2005), que compara directamente una inversión en un fondo de PE con una inversión a tiempo equivalente en el mercado público de referencia. El cálculo del PME descuenta (o invierte) todas las distribuciones en efectivo y el valor residual al fondo en el rendimiento total del mercado público y divide el valor resultante por el valor de todas las contribuciones en efectivo descontadas (o invertidas) en el rendimiento total de dicho mercado. El PME puede ser visto como un múltiplo del capital invertido ajustado por el mercado (neto de comisiones). Un PME de 1,40, por ejemplo, implica que al final de la vida del fondo, los inversores terminaron con un 40% más de lo que habrían obtenido invirtiendo el mismo capital en los mercados públicos.

Figura 2 - Ratios de Equivalencia en el Mercado Público para Fondos de PE en EE. UU. y Europa (1994-2010)

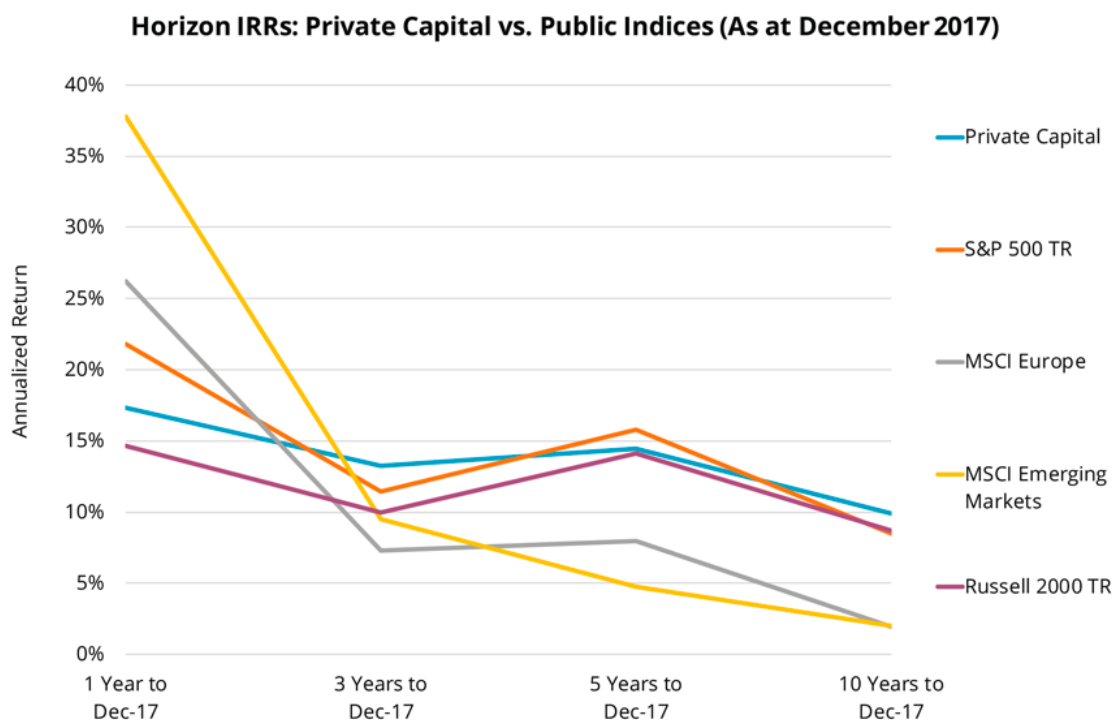
Vintage year	European Funds							North American Funds			
	US\$, S&P 500 benchmark			Euros, MSCI Europe benchmark				US\$, S&P 500 benchmark			
	Funds	Average	Median	Weighted average	Average	Median	Weighted average	Funds	Average	Median	Weighted average
1994	7	1.19	1.12	1.70	1.38	1.31	1.98	20	1.19	1.09	1.46
1995	2	0.69	0.69	0.61	0.71	0.71	0.63	23	1.24	1.01	1.17
1996	5	1.25	1.21	1.28	1.16	1.19	1.29	18	1.13	1.13	1.05
1997	8	2.05	1.71	1.69	1.84	1.48	1.55	31	1.09	1.03	1.27
1998	12	1.90	1.80	1.89	1.59	1.48	1.59	46	1.38	1.40	1.31
1999	9	1.40	1.57	1.74	1.13	1.35	1.38	34	1.15	1.21	1.13
2000	19	1.83	1.61	1.81	1.45	1.31	1.46	60	1.44	1.38	1.48
2001	13	1.75	1.65	1.67	1.40	1.41	1.37	31	1.42	1.49	1.48
2002	11	1.72	1.55	1.70	1.46	1.34	1.39	23	1.38	1.34	1.51
2003	13	1.44	1.48	1.60	1.32	1.36	1.46	23	1.57	1.40	1.55
2004	17	1.09	0.98	1.26	1.12	1.07	1.29	50	1.29	1.29	1.45
2005	27	1.10	1.02	1.17	1.22	1.23	1.30	66	1.25	1.12	1.26
2006	42	0.91	0.78	0.90	1.08	0.92	1.11	80	1.01	1.03	1.02
2007	43	0.81	0.85	0.87	0.96	1.03	1.05	86	1.01	0.97	0.99
2008	33	0.86	0.88	0.93	0.99	1.01	1.07	64	0.97	0.96	1.03
2009	14	0.85	0.82	0.88	0.97	0.91	1.00	19	0.96	0.92	1.01
2010	7	0.76	0.71	0.77	0.83	0.76	0.83	34	0.91	0.90	0.93
Average*	282	1.27	1.20	1.32	1.21	1.17	1.28	708	1.20	1.16	1.24
Average 2000-10	239	1.19	1.12	1.23	1.16	1.12	1.21	536	1.20	1.16	1.25
Average 1994-99	43	1.41	1.35	1.48	1.30	1.25	1.40	172	1.20	1.15	1.23

Fuente: Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2014). Private equity performance: What do we know?. *The Journal of Finance*, 69 (5)

Como se puede apreciar en la figura 2, los fondos de PE estadounidenses obtuvieron múltiplos de rendimiento de 1,25 y 1,23 en los periodos 2000-2010 y 1994-1999 respectivamente en relación con el S&P 500. Al otro lado del Atlántico los fondos europeos obtuvieron múltiplos de rendimiento de 1,21 y 1,40 en los periodos 2000-2010 y 1994-1999 respectivamente en relación con el *MSCI Europe*. En este periodo temporal, los inversores que confiaron en los fondos de PE obtuvieron beneficios entre un 24 y un 28% superiores a los mercados públicos.

La previsión futura no parece ser diferente al histórico. La herramienta 'Cash Flow' de Preqin puede utilizarse para comparar los rendimientos del capital privado (activos alternativos) de todas las clases de activos con los índices clave del mercado público, como se puede ver en la figura anterior. Para el horizonte de un año que se extiende hasta diciembre de 2017, el índice S&P 500 superó al capital privado. En los períodos de tres, cinco y diez años, los rendimientos del capital privado han superado tanto al índice *MSCI Emerging Markets* como al índice *MSCI Europe*. Se pone pues en relieve, que la naturaleza ilíquida del activo, le permite obtener rendimientos superiores que los grandes índices de mercados en el largo plazo, como se puede ver en figura 3.

Figura 3 - Rendimiento esperado del mercado de capital privado y público



Fuente: Preqin, "The 2018 Preqin Alternative Asset Performance Monitor"

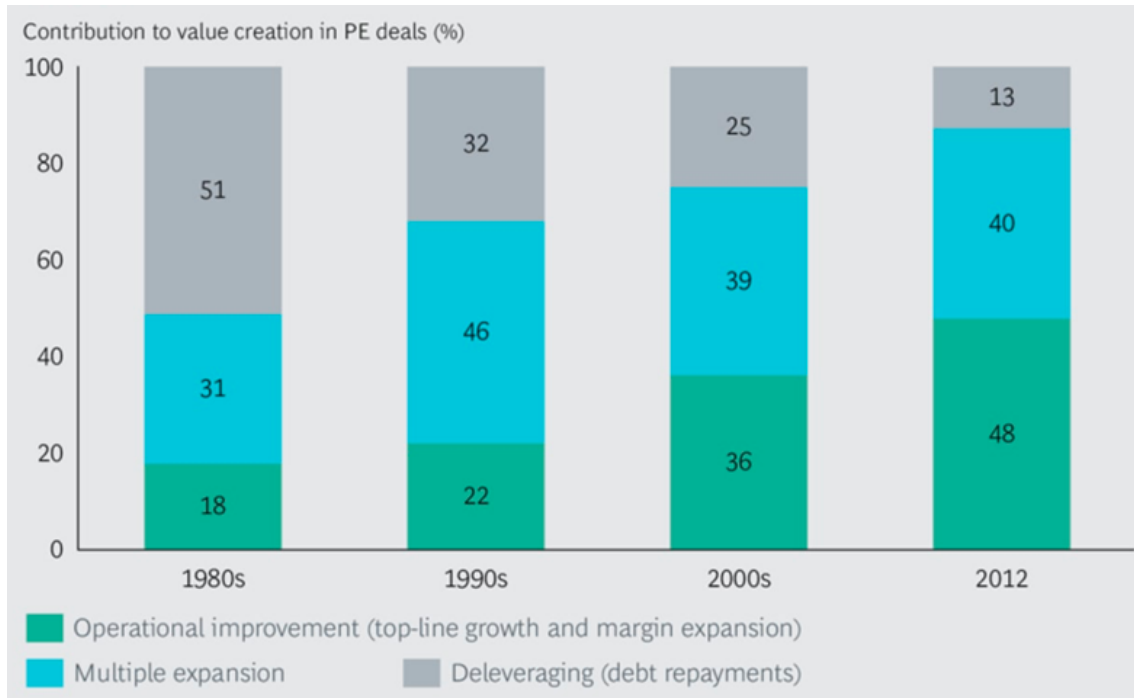
2.2.1 Palancas de crecimiento

La clave detrás del mejor rendimiento de los fondos de PE es la creación de valor, que se lleva a cabo a través de las siguientes palancas:

- **Desapalancamiento:** la creación de valor viene dada por la reducción del alto nivel inicial de apalancamiento mientras la empresa está en cartera. Este enfoque requiere que la compañía genere un flujo de caja fuerte y estable para pagar la deuda. En la década de 1980, el desapalancamiento era la fuente del 51% del valor añadido, pero disminuyó hasta el 13% en 2012.
- **La expansión múltiple:** puede aumentar el valor de mercado de la empresa en cartera, por ejemplo, mediante la promoción de una narrativa de crecimiento creíble, la clarificación de la estrategia de la empresa o la reducción de su perfil de riesgo. Se basa en el diseño de un sólido plan de negocio y una revisión y mejora de la estructura de la compañía. Por supuesto, las valoraciones también están sujetas a factores externos, como el entorno macroeconómico, las

condiciones del mercado y la situación de la industria de la compañía. La expansión múltiple creó el 31% del valor en la década de 1980, aumentó al 46% en la década de 1990 y se situándose en el 40% en 2012.

Figura 4 - Estrategias de creación de valor



Fuente: BCG. Report 2016 on How Private Equity Firms Fuel Next-Level Value Creation.

- Mejoras operativas: crean valor a través del crecimiento de los ingresos generados, por ejemplo, por el desarrollo de nuevos productos, la expansión geográfica, una mejor realización de los precios o una mayor efectividad de la fuerza de ventas, así como a través de la expansión de los márgenes, lograda por medios tales como la reducción de los costes operativos y los gastos de venta, generales y administrativos. En este apartado cabe destacar la estrategia de *buy and build* que permite la realización de la mayoría de las mejoras operativas mediante la adquisición de compañías con sinergias a la que ya tiene en cartera. La contribución al valor añadido de las mejoras operativas ha aumentado de manera continuada, del 18% en los años ochenta al 48% en 2012.

3. Private Equity, marco teórico

3.1 Características y categorización del Private Equity

Definir qué es el capital privado no es algo sencillo, especialmente teniendo en cuenta la amplitud del término. ASCRI (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión), define, en su portal, el PE como “una actividad desarrollada por entidades especializadas que consiste en la aportación de recursos financieros de forma temporal (3-10 años) a cambio de una participación (puede ser tanto mayoritaria como minoritaria) a empresas no cotizadas con elevado potencial de crecimiento” Sin embargo, esta descripción, más bien simplista, debe ajustarse para incorporar más plenamente las actividades de inversión que tienen lugar en el sector de los PE. Sin embargo, si bien la mayoría de las inversiones de PE se realizan en empresas que no cotizan en bolsa, estas inversiones también pueden estar dirigidas a empresas cotizadas (Fraser-Sampson, 2007). Existen pues, varias ramas dentro del capital riesgo, siendo las más importantes el *venture capital* y *buyout*, pero sin olvidar también otras entidades como pueden ser *hedge funds*, *FoF*, *PIPEs*, fondos de deuda *distressed* y otros valores.

Dada la dificultad de categorización del PE, el capital riesgo se divide a menudo en dos grandes subsegmentos en función de la fase de desarrollo de las empresas objetivo, el *venture capital* (VC), centrado en las fases iniciales de la empresa, y el *buyout* (BO) enfocado en la inversión de empresas más maduras.

- ***Venture Capital (VC)***: área de inversión que se ha desarrollado como un importante intermediario en los mercados financieros, proporcionando capital a empresas que de otro modo podrían tener dificultades para atraer financiación. Estas empresas son, habitualmente, pequeñas y jóvenes, plagadas de altos niveles de incertidumbre y grandes diferencias entre lo que saben los empresarios y los inversionistas. Además, estas empresas suelen poseer pocos activos materiales y operan en mercados que cambian muy rápidamente. Las organizaciones de capital riesgo financian estos proyectos de alto riesgo y potencialmente de alta rentabilidad, comprando acciones o participaciones relacionadas con la renta variable mientras las empresas siguen siendo de propiedad privada. (Gompers and

Lerner, 2001). Las empresas objetivo se encuentran mayoritariamente englobadas en las industrias de alto crecimiento y especialización como la industria tecnológica, de telecomunicaciones o de biomedicina. Pese a que la inversión se realiza mayoritariamente en compañías jóvenes, el concepto de VC engloba la idea de crecimiento rápido de una compañía, por lo que otro tipo de operaciones de expansión o crecimiento en compañías maduras así como en empresas en dificultades, es decir, capital de recuperación también es considerado VC. Por lo tanto, el VC incluye, entre otras cosas, la capitalización de empresas para el desarrollo de nuevos productos y tecnologías, la expansión de operaciones, las actividades de comercialización, la internacionalización, la realización de adquisiciones o la transformación de negocios no rentables

Una de las características más definitorias de este tipo de inversión es que se busca una inversión minoritaria, al menos inicialmente, quedando el grueso de la compañía en manos del equipo directivo. Además, se suele realizar de manera sindicada, con otros inversores con la intención de compartir riesgos (Fraser-Sampson, 2007)

Este tipo de operaciones se realiza mayoritariamente en dos de las fases del ciclo de vida de la compañía: estado semilla (compañías con una idea establecida pero que se encuentran en una etapa anterior a la productiva y comercial) y *start-up* (compañías de nueva creación con un negocio escalable y generalmente creadas por individuos de carácter emprendedor).

- **Buyout (BO):** definido como la inversión en compañías maduras, públicas o privadas que buscan realizar un cambio estratégico. En este caso se buscan tanto participaciones parciales (minoritarias o mayoritarias) como totales. El capital invertido en la compañía servirá para acometer los cambios estratégicos canalizándolo hacia el crecimiento y mejora de la compañía. Hablamos de *build-up* cuando lo que se busca es la consolidación de un mercado atomizado mediante la compra y fusión de diferentes compañías. En el caso de que se acometan cambios buscando el crecimiento orgánico de la compañía y aumentando sus métricas financieras, como el EBITDA, una de las más utilizadas en el sector, la estrategia sería de capital expansión y capital reestructuración si el crecimiento viene dado por una mejora a nivel operativo.

A diferencia de los inversores VC, una empresa BO suele concentrarse en el control mayoritario de las empresas en las que invierte, lo que implica una participación significativa y la mayoría de los derechos de voto (Kaplan y Strömberg, 2008). Una de las características únicas del PE es el *active-ownership style*, o participación activa en las empresas de cartera donde se pone de manifiesto una de las armas más importantes del PE: la inversión de valor añadido en la que se espera que los inversores no sólo aporten capital, sino que también presten servicios no financieros en términos de conocimientos y experiencia pertinentes, contactos comerciales y certificación como señalan sistemáticamente (Wright y Robbie, 1998; Fraser-Sampson, 2007; Kaplan y Strömberg, 2008, entre otros).

Destacan entre otras, las siguientes aportaciones:

1. Orientación al crecimiento: combinación de *cash-in/ cash-out* en el momento de la inversión inicial y disponibilidad de fondos adicionales. Todo ello unido a la reinversión de los recursos generados por la compañía en el proyecto
2. Apoyo en la internacionalización: acceso a clientes, proveedores, distribuidores o búsqueda de financiación local.
3. El fondo de PE se define como un socio institucional que “acompaña” a la directiva de la compañía, alineándose desde el capital y la toma de decisiones.
4. Incremento de la profesionalización: transferencia de las mejores prácticas empresariales. Disciplina financiera y mejora de las herramientas de *reporting*.
5. Esfuerzo de equipos directivos: creación de órganos de administración con presencia de expertos industriales independientes.

3.2 Métodos de inversión

La mayoría de las adquisiciones se financian con un nivel sustancial de apalancamiento, en el que los activos de la empresa objetivo se emplean para garantizar préstamos y su flujo de caja operativo se utiliza para reembolsos futuros. Por lo tanto, un criterio importante a la hora de seleccionar las inversiones es que la empresa objetivo muestre fuertes flujos de caja en el momento de la inversión. Normalmente, se utiliza una combinación de varios instrumentos de deuda de bancos y otros proveedores de deuda en

las transacciones de compra. Como resultado, el término "compras apalancadas" se utiliza comúnmente cuando se refiere a este tipo de transacciones.

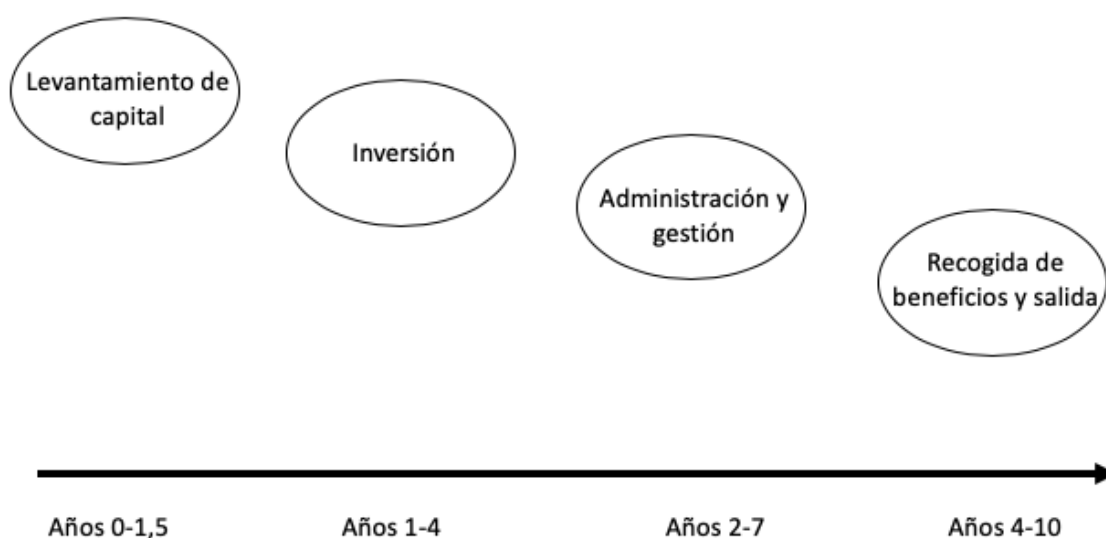
- **LBO** (*Leveraged Buyout*): consiste en la adquisición de una compañía mediante el uso de una importante cantidad de dinero prestado (deuda). La compra se financia habitualmente con un 60 a 90 por ciento de deuda. Los flujos de caja de la empresa sirven como elemento utilizado para garantizar y reembolsar el dinero prestado. El uso de la deuda, que normalmente tiene un coste de capital inferior al de los fondos propios, sirve para reducir el coste global de financiación de la adquisición. La ventaja principal de este tipo de compra es la capacidad de adquirir activos de gran tamaño sin tener que comprometer grandes cantidades de capital.
- **MBO** (*Management Buyout*) y **LMBO** (*Leveraged Management Buyout*): en este caso, la adquisición de la compañía la realiza el equipo directivo de la misma, quienes pasan a ser ahora también los máximos accionistas. En la mayoría de los casos, el equipo directivo está acompañado de un patrocinador financiero, una entidad que facilita la financiación necesaria para realizar la operación. Hablamos pues, de LMBO cuando la financiación proviene de recursos de deuda, en los que los activos de la compañía sirven de aval para la obtención de esta y de herramienta de repago. En la actualidad un alto porcentaje de los MBO se realizan mediante compras apalancadas. El conocimiento de la empresa e información privilegiada que aporta el equipo directivo es la razón por la que este método es el más utilizado (Gaughan, 2010).
- **MBI** (*Management Buyin*) y **LMBI** (*Leveraged Management Buyin*): un equipo gestor y directivo externo con experiencia en el sector es el encargado de realizar la adquisición. Es una de las modalidades más recientes.
- **BIMBO** (*Buyin Management Buyout*): El nuevo equipo de dirección se compone por ejecutivos de la propia empresa y ajenos a la misma, con el fin de tomar “el control operativo de la empresa” (Martín Berzal, 1999, p. 31)
- **LEBO** (*Leveraged Employee Buyout*): la adquisición la realizan los propios empleados de la compañía, y de igual manera que en el MBO, suelen contar con la ayuda de un patrocinador financiero que adquiere también una participación en la compañía.

3.3 Estructura de una operación de PE

3.3.1 Fases de un fondo de PE

Según Metrick (2007) Prácticamente todos los fondos de capital privado se organizan en forma de sociedades de responsabilidad limitada, en las que las firmas de capital privado actúan como socios generales de los fondos, y los grandes inversores institucionales y las grandes fortunas aportan la mayor parte del capital en calidad de socios limitados (LPs). En general, los fondos de PE tienen una duración de entre 8-12 años aproximadamente. Durante el periodo de vida de 10 años de media, un fondo atraviesa cuatro etapas que se muestran en la siguiente figura

Figura 5 - Etapas en la vida de un fondo de Private Equity



Fuente: Private Equity, History, Governance, and Operations (Wiley Finance, 2008). Elaboración propia

1. **Levantamiento de capital:** se trata de la primera etapa de vida un fondo, que va desde su creación hasta el cierre del mismo, momento en el que se da por finalizado el levantamiento de capital que conformará el fondo y se invertirá. Se buscan inversores y se determina la estrategia de inversión del vehículo. La estrategia se refiere entre otros parámetros al tamaño de la compañía, su posición geográfica y el sector en el que se encuentra. Se trata de una de las etapas más críticas y complicadas ya que sienta las bases del futuro del fondo y es

especialmente difícil durante los periodos de recesión o desaceleración económica. El primer fondo de una firma de PE siempre suele ser el más complicado de configurar debido en gran parte a la incertidumbre del equipo inversor, por lo que el rendimiento de pasados fondos es una de las armas más importantes a la hora de levantar capital nuevo.

2. **Inversión:** se inicia inmediatamente tras el cierre del fondo. El equipo de inversión comienza a explorar el tejido industrial y mercado relevante según su estrategia de inversión. Una vez se ha llegado al proceso de *closing* de una operación, se emite un *capital call*, solicitudes para invertir el dinero del fondo en la compañía objetivo que pasará a formar parte del porfolio del fondo. Existe también otro procedimiento por el cual el capital del fondo se pone a disposición del equipo inversor periódicamente, sin embargo, al optar por la solicitud puntual de capital, el cálculo de la TIR de la operación (tasa interna de retorno) se beneficia de ventajas de temporalidad y por tanto, se maximiza.
3. **Administración y gestión:** Una vez realizadas las operaciones, se comienza el periodo de gestión de las compañías en cartera. Se activan todas las palancas de creación de valor que aporta un PE y que se mencionaron anteriormente en el capítulo de categorización y características del PE. Una de las medidas más características llevadas a cabo es el cambio parcial del equipo directivo de la compañía en cartera, unas veces con personal propio del fondo de PE y en otros con profesionales exteriores. Aunque no es lo más común, en ocasiones y tal como indica (Cendrowski 2008), el fondo puede decidir buscar ayuda financiera en otros fondos para mejorar el rendimiento de la compañía en cartera. Este fenómeno se denomina *club deals* y permite obtener beneficios tanto al fondo que realizó la inversión en primer lugar como a los nuevos componentes de la inversión sindicada. Por una parte, se diversifica el riesgo de la inversión y se aumenta el montante del capital invertido dedicado a la mejora de la compañía, además el fondo principal incrementa su red de contactos de confianza y se asegura en muchos casos, que sea invitado a *club deals* de otras operaciones futuras.
4. **Recogida de beneficios y salida:** a partir del cuarto año de vida del fondo, momento en que las primeras empresas participadas comienzan a generar flujos de caja superiores al montante de deuda anual, los fondos buscaran materializar las ganancias de inversión. Por supuesto, no todas las compañías en cartera ofrecerán los mismos retornos y mientras que en algunas de ellas una nueva

inyección de capital pueda convertirse en una mejoría exponencial de los beneficios, en otras los resultados no serán los esperados y la inversión se liquidará.

3.3.2 Tipos de salida

Dependiendo de la naturaleza de la compañía, el sentimiento de mercado y el entorno macroeconómico, se buscará un tipo de salida u otra. Entre las más comunes destacan:

- **Venta a comprador estratégico:** este tipo de venta suele ser la preferida por los fondos de PE, ya que las compañías no financieras que efectúan la compra suelen ser industriales que buscan sinergias y ofrecerán múltiplos de compra más altos que otro tipo de entidades, maximizando la rentabilidad de la inversión del fondo. Se trata también de la vía de salida más recurrente, llegando hasta el 34% de las operaciones a escala mundial (Kaplan & Strömberg, 2008).
- **Secondary Buyout:** en este caso la compañía es adquirida por otro fondo de PE en una compra apalancada. En la mayoría de los casos este tipo de compra se produce entre fondos cuyo tamaño de empresa objetivo difiere (fondos de *mid-market* venderán sus compañías a otros fondos de mayor tamaño). Estas operaciones han visto su número incrementado desde los años 1970 de la mano de la expansión del sector de PE, llegando al 24% en la actualidad (Kaplan & Strömberg, 2008).
- **IPO (Oferta Pública de Venta):** Las ofertas públicas iniciales, en las que la empresa es admitida a cotización en una bolsa de valores pública (y la empresa de capital riesgo puede posteriormente vender sus acciones en el mercado público), representan el 14 % de las desinversiones; esta vía ha disminuido significativamente en importancia relativa con el tiempo, en parte debido a la poca agilidad y coste del proceso.
- **Venta al equipo directivo o buy-back:** consiste en la recompra de la compañía por parte del equipo directivo. Representa en torno al 1% del total de salidas y se asocia con una operación no exitosa por parte del fondo de PE que no ha conseguido realizar su plan de desarrollo en la compañía.
- **Bancarrota o write off:** el alto nivel de deuda que caracteriza estas transacciones podría llevarnos a pensar que una parte importante de las compras apalancadas

terminan en bancarrota. Sin embargo, tal y como muestran Kaplan y Strömberg, (2009), alrededor del 6 % de los negocios han terminado en bancarrota o reorganización entre 1970-2002. Suponiendo un período medio de tenencia de seis años, esto se traduce en una tasa anual de impago del 1,2 % anual, una cifra más baja que la tasa promedio de impago del 1,6 % que Moody's reportó para todos los emisores de bonos corporativos de EE. UU. entre 1980 y 2002 (Hamilton et al., 2006).

3.3.3 Estructura de la transacción

Según Axelson, Jenkinson, Stromberg, and Weisbach (2007), existen tres grupos diferentes en los que podemos dividir las transacciones de PE. En primer lugar, un fondo de capital riesgo puede encontrar un objetivo potencial y trabajar en exclusiva con el proveedor potencial. Estas operaciones de "propiedad" son cada vez más raras, aunque todavía existen, sobre todo para operaciones más pequeñas. El segundo tipo de transacción, que representa la norma, involucra a múltiples casas de capital privado que compiten en una subasta -a menudo conducida por un banco de inversión- que actúa como asesor financiero de la empresa objetivo. En algunos casos, especialmente en operaciones de mayor envergadura, los grupos de fondos de capital riesgo pueden combinarse en "club" y los consorcios rivales pujarían entre sí. En una proporción significativa de los mismos el comprador y el vendedor pueden ser fondos de capital riesgo. La tercera clase son las operaciones entre el sector público y el privado, en las que un fondo de capital riesgo presenta una oferta para adquirir una participación pública en el capital de una empresa cotizada. En estos casos, un requisito crítico es, en la mayoría de los supuestos, obtener el acuerdo de la dirección para "abrir los libros" al fondo de capital riesgo para que puedan llevar a cabo las debidas investigaciones de diligencia. Los directivos intentarán extraer el mayor rendimiento del oferente (o de forma análoga a cualquier otra adquisición), y los accionistas, en su caso, decidir si aceptar o no el trato.

En todos los casos, sin embargo, la firma de capital formará una nueva compañía ("*newco*") para ofertar por una participación mayoritaria en la empresa existente y, a menudo, una participación mayoritaria en la misma. La *newco* se establece específicamente para los propósitos de la transacción y es usualmente sólo una compañía ficticia con capital social y directores temporales. Si una casa de capital privado en

particular no tiene éxito en su puja, su *newco* no será activado. Sin embargo, estos vehículos de licitación tienen credibilidad debido al hecho de que estén "patrocinados" por una o más firmas de capital privado. Estos patrocinadores de capital privado presentan las posibles adquisiciones a los bancos con el fin de obtener financiación de deuda para *newco*, que se utilizará, junto con el capital del patrocinador de capital privado, para comprar la empresa objetivo.

3.3.4 Estructura de capital de una operación representativa de BO

En principio, un patrocinador de capital privado podría financiar una transacción utilizando íntegramente el capital obtenido de los inversores de sus propios fondos. Por lo general, esta es la forma en la que se lleva a cabo la fase inicial de las operaciones de capital riesgo, entre otras cosas porque muchas de estas inversiones están a años de distancia de generar flujo de caja para el servicio de la deuda. Sin embargo, las adquisiciones de capital privado en las que se centra este estudio no se financian íntegramente con recursos propios.

La naturaleza de la financiación de la deuda es interesante, ya que suele incluir varios tramos diferentes de deudas de diferente índole. La estructura de deuda de un LBO ha ido cambiando y ganando complejidad con el paso del tiempo. Ayudándonos de la literatura de Axelson, Jenkinson, Stromberg, and Weisbach (2007) y Fernández, (1997) distinguimos una serie de clases de deuda diferenciadas.

- *Senior debt*: Conforman el grueso de la financiación necesaria para la operación. Es también la más segura, ya que su repago está garantizado y suele tener una durabilidad acorde con los tiempos de duración de las operaciones de PE, entre 5-10 años.

Lo más común es que la deuda senior sea provista por más de una entidad financiera, creándose así una financiación sindicada en la que entre 2 y 4 bancos, aseguran el capital necesario. Otra posibilidad llamada *club deal*, surge cuando un grupo de bancos no se compromete a asegurar la financiación, sino que el fondo de PE, a través de su asesor financiero, presenta una oportunidad de financiación a una serie de bancos. En caso de interés en la participación, cada uno presentará sus condiciones y el importe que pueden facilitar. De esta manera el fondo podrá

buscar la combinación que le sea más favorable mientras que las entidades financieras se cubren, de cierta manera, diversificando el riesgo, por lo que a pesar de ser el proceso más lento y tedioso debido a las negociaciones que subyacen, se trata de la práctica más habitual.

- Deuda *Mezzanine (junior debt)*: La deuda *mezzanine* tiende un puente entre la deuda y la financiación del *equity* y es una de las formas de deuda de mayor riesgo. Está subordinada al *equity*, pero es prioritaria a la deuda pura. Sin embargo, esto significa que también ofrece algunos de los rendimientos más altos en comparación con otros tipos de deuda, ya que a menudo recibe tasas entre el 12% y el 20% anual e intereses de entre 1% y 3% sobre el LIBOR (London InterBank Offered Rate). La deuda *mezzanine* tiene instrumentos de capital incorporados, a menudo conocidos como *warrants*, que aumentan el valor de la deuda subordinada y permiten una mayor flexibilidad a la hora de tratar con los bonistas. La deuda *mezzanine* se asocia frecuentemente con *buyouts*, para lo cual se puede utilizar para priorizar a los nuevos propietarios antes que a los existentes en caso de quiebra.

Dentro de esta categoría encontramos los famosos *junk bonds* o bonos basura, ampliamente utilizados por los fondos de PE durante los años 90 para financiar sus operaciones.

- Préstamo participativo: Se trata de un tipo de deuda que como la *mezzanine* es muy utilizada por los PE ya que permite un aumento del apalancamiento de la operación. De este modo, añadiendo este préstamo a la estructura de capital de una transacción, se consigue aumentar la TIR de la inversión considerablemente. Otra de sus ventajas consiste en que su pago está subordinado al rendimiento de la compañía, por lo que en el caso de que se atravesasen situaciones económicas contrarias, está permitido el retraso de la liquidación, facilitando la mejoría de la empresa.
- *Equity*: Se trata del capital proveniente de los inversores (levantado en el fondo). Es el tipo de financiación que presenta un mayor riesgo, por lo que tiene también unas rentabilidades esperadas superiores a la deuda senior y junior. Representa una garantía sobre los beneficios futuros de la empresa como copropietario, se trata pues, de una inversión a largo plazo que se repagará con los beneficios de la operación en salida y mediante el pago de dividendos.

- Otras fuentes de financiación: Destacan los *vendors loan*, donde la financiación del proveedor es el préstamo de dinero cedido al cliente que este utiliza para comprar el inventario o los servicios del mismo proveedor (que actúa de prestamista). Puede incluir una transferencia de acciones de la empresa que presta el capital al vendedor y suelen encuadrarse como préstamos diferidos del vendedor. Aunque en raras ocasiones, también se suele recurrir al *factoring*, un tipo de financiación en la que se ceden los créditos de los deudores a una entidad financiera a cambio de una deducción.

3.4 Creación de valor

Jensen (1989) argumentó que los LBO crean valor en las empresas que tienen en cartera mediante una combinación de un alto apalancamiento financiero y fuertes sistemas de incentivos. Ahora que el equipo directivo había pasado a ser también propietario de la compañía, suponía un fuerte incentivo para que mejoraran su desempeño, siendo más productivos y generando flujos de caja mayores. El alto nivel de endeudamiento limita la capacidad del administrador para malgastar la caja restante. Siguiendo esta misma línea, Kaplan (1989), en un análisis de una muestra de MBO realizados en EE. UU. entre 1980 y 1986 aportó unos resultados similares confirmando que las compañías de la muestra analizada experimentaron aumentos en los ingresos operativos, disminuciones en los gastos de capital y aumentos en el flujo de caja neto. Los aumentos en el flujo de caja neto se originaron incrementos en los ingresos operativos y disminuciones en los gastos de capital. De acuerdo con los resultados de los cambios operativos, Kaplan también señala que el aumento medio (mediana) del 96% (77%) en el valor de mercado, ajustado por los rendimientos de todo el mercado, desde dos meses antes del anuncio de compra hasta la venta posterior, sugiere incrementos en el rendimiento operativo como una fuente importante de la prima de compra. Finalmente, Smith (1990) concluirá un año más tarde que en la misma muestra que Kaplan, había encontrado una correlación entre los flujos de caja operativos y los cambios en las ratios de deuda y en la propiedad de la dirección inducidos por la compra de acciones, lo que sugiere que estos cambios organizativos juegan un papel importante en la creación de valor en LBO.

4. Caso práctico – Hilton Hoteles

4.1 Introducción histórica de la operación

Hilton Hotels Corporation es una empresa hotelera dedicada a la propiedad, gestión y desarrollo de hoteles, *resorts* y multipropiedad, así como a la franquicia de propiedades de alojamiento. La historia de la compañía comienza en 1919, cuando Conrad Hilton compró su primer hotel, The Mobley, en Texas. La compañía que creó fue dirigida por miembros de la familia Hilton hasta 1996. Al unirse a la ola de fusiones y adquisiciones de finales de la década de 1990, esta también se expandió a través de una serie de transacciones. Destaca la fusión de Hilton con Bally Entertainment Corporation a través de un intercambio de acciones por valor de 2.000 millones de dólares, la escisión de la rama de juegos de azar de la empresa (Park Place Entertainment), y la adquisición de Promus por 4.000 millones de dólares. Como resultado de esta serie de transacciones, Hilton incorporó a su cartera de activos más de 1.300 hoteles bajo varias marcas, incluyendo Doubletree, Embassy Suites Hotels y Hampton Inn. Como resultado de esta estrategia de M&A, el número de habitaciones aumentó en más de 350.000 entre 1995 y 2007. Este crecimiento del 238% fue el más alto entre los diez primeros grupos hoteleros. En el año 1996 Hilton era el séptimo grupo hotelero más grande del mundo en cuanto al número de habitaciones llegando a ser, gracias a estas operaciones, el cuarto en 2007.

El crecimiento de Hilton en habitaciones fue acompañado por un crecimiento sustancial en ingresos y beneficios antes de depreciación y amortización de impuestos sobre intereses (EBITDA). De 1995 a 2006, los ingresos de Hilton y el EBITDA aumentaron en 2,3 y 3,5 veces, respectivamente. El crecimiento anualizado del EBITDA del 11,9% fue el más alto entre sus competidores. Sin embargo, este crecimiento se financió principalmente con deuda. La emisión continua de deuda por parte de Hilton durante su periodo de expansión llevó a Moody's a reducir su calificación crediticia a bono basura de (Baa3 a Ba2).

En 2007, cuando el grupo de capital privado Blackstone compró la cadena hotelera, entonces con 2.900 hoteles, pagó más de 26.000 millones de dólares, una prima del 40% sobre el precio de las acciones en ese momento. Esto incluye 6.000 millones de dólares de su propio dinero y del de sus inversores, casi 7.500 millones de dólares en deuda asumida y unos 13.000 millones de dólares en deuda nueva.

El 28 de junio de 2007, Hilton convocó una reunión telefónica especial, junto con la gerencia y los asesores legales y financieros de la Compañía, para revisar la oferta de Blackstone para adquirir la Compañía por 47,50 dólares por acción. Esto representó una prima de aproximadamente el 40% del precio de las acciones de la compañía. Durante una larga discusión, los miembros del equipo directivo consideraron, entre otras cosas, la capacidad de la compañía para sostener las tasas de crecimiento dado el componente cíclico de la industria del alojamiento. Los miembros de la junta también analizaron la experiencia de Blackstone, convenciéndose de su conocimiento del sector. Resulta que las empresas de alojamiento eran una especialidad de Blackstone, que sólo en los cuatro años anteriores había adquirido: Extended Stay America, Prime Hospitality, Boca Resorts, Wyndham, La Quinta Corporation y el hotel REIT MeriStar Hospitality. Esto había representado inversiones por un total de 13.300 millones de dólares.

Antes de la oferta de Blackstone, Hilton cotizaba a un múltiplo de 12,2 x. lo que suponía una cuantía inferior a la de la mayoría de sus pares. Esto se debió probablemente a la proporción relativamente alta de segmentos de negocios en propiedad y arrendados en las utilidades de Hilton. Como se muestra en el análisis de la suma de las partes recogido en el Anexo 3, los múltiplos son los más altos para el segmento administrado y el franquiciado, seguidos por los segmentos de propiedad y arrendamiento, y a continuación por los de tiempo compartido.

También fue relevante, para determinar el precio justo de la transacción, la prima pagada en transacciones recientes. No es raro ver una gran prima cuando las empresas que cotizan en bolsa son adquiridas, especialmente cuando la operación es patrocinada por una firma de capital privado. Antes de la oferta de Blackstone, dos hoteles que cotizaban en bolsa eran comprados por empresas de PE: Fairmont (enero de 2006) y Wyndham (junio de 2005), con primas del 28% y el 19%, respectivamente. Otra transacción relevante reciente fue la adquisición de Harrah's Entertainment por parte del fondo TPG con una prima del 36%.

4.2 Justificación de la inversión

En pleno boom de los conocidos como *mega buyouts* y con el mercado a su favor, Blackstone se hace con el control total de Hilton Hotels. El mercado inmobiliario también se encontraba en auge durante los primeros años del siglo XXI, debido a las políticas de bajos intereses promulgadas por la Reserva Federal en EE. UU. y otros bancos centrales a nivel global. La situación de mercado era óptima para un PE especializado en inversiones inmobiliarias como era Blackstone. Entre los años 2001 y 2007, el negocio de bienes inmuebles del fondo había crecido significativamente pasando sus activos bajo administración, de aproximadamente 3.000 millones de dólares a 17.700 millones de dólares, lo que representa un crecimiento anual del 41% (Blackstone Company Filing, 2007).

Cabe destacar que los dos fondos de bienes raíces recaudados en forma consecutiva (2006 y 2007) son testimonio tanto del flujo masivo de capital en la búsqueda de vehículos de inversión inmobiliaria a lo largo de estos años como de los altos rendimientos de Blackstone en sus fondos de bienes inmuebles, como se ha visto anteriormente. La adquisición de Hilton se financió mediante los fondos Blackstone Real Estate Partners VI (el mayor fondo inmobiliario jamás recaudado con 11.000 millones de capital comprometido) y Blackstone Capital Partners V, ambos recaudados meses antes del cierre de la operación.

El *know-how* del fondo y el apetito inversor del mercado fue lo que originó el comienzo de la operación. Sin embargo, como se ha explicado en apartados anteriores y en “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring” de Gaughan et. al (2010), se presentan una serie de características idóneas que debe reunir una compañía para ser comprada por un fondo de PE mediante una operación de LBO.

- Flujos de caja estables, en cierta medida, pero crecientes que permitieran considerables niveles de apalancamiento: En los años previos a la operación, Hilton registró crecimientos de EBITDA anualizado del 11,9%, el más alto entre sus competidores
- Equipo directivo con experiencia en el sector y comprometido con la empresa: capaz de multiplicar el crecimiento de la compañía y registrar sólidos datos financieros

- Participación accionarial de los propietarios y voluntad de reinversión con el fondo
- Capacidad de reducción de costes
- Capacidad de expansión y crecimiento

Figura 6 - Rendimiento financiero de Hilton y comparables

USD (millones)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	CAGR
Ingresos									
Hilton	3,555	4,345	3,952	3,816	3,819	4,146	4,437	8,126	7.8%
Marriot	6,255	7,911	7,768	8,222	8,712	9,778	11,129	11,995	6.1%
Starwood	5,396	4,945	4,633	4,588	4,630	5,368	5,977	5,979	0.9%
EBIT									
Hilton	497	1,235	1,023	951	849	988	1,104	1,715	11.9%
Marriot	398	957	642	642	641	741	883	1,275	11.2%
Starwood	674	1,449	1,094	1,039	856	1,084	1,229	1,145	4.9%

Fuente: Company filings, CapitalIQ, Hilton Hotels: Real State Private Equity, Phalippou, L. (2014), elaboración propia

Sumados a estos puntos clásicos encontramos otros motivos que incitaron a la realización de la operación:

- Compañía e industria maduras
- Desinversión factible mediante venta a otros fondos o IPO
- Fuertes ventajas competitiva y posición en el mercado
- Bajo múltiplo de entrada EV/EBITDA en relación con sus comparables cotizadas, debido probablemente a la proporción relativamente alta de segmentos de negocios en propiedad y arrendados en las ganancias de Hilton

Figura 7 - Múltiplos de apalancamiento y cotización de Hilton y comparables

USD (millones, excepto precio de la acción)	Precio acción	Market Cap	Total Deuda	Enterprise Value	LTM EBITDA	EV/EBITDA
Marriott	42.77	16,706	2,284	19,000	1,379	13.8x
Starwood	67.07	14,427	2,606	16,874	1,180	14.3x
Wyndham	36.26	6,610	3,132	9,568	837	11.4x
Choice	39.52	2,613	184	2,762	177	15.6x
Harrah's Entertainment	66.43	12,383	10,838	22,640	2,342	9.7x
Hilton	33.47	13,045	7,471	20,479	1,680	12.2x

Fuente: Company filings, CapitalIQ, Hilton Hotels: Real State Private Equity, Phalippou, L. (2014), elaboración propia

Las palabras de Jonathan Gray, *Senior Managing Director* de Blackstone en marzo de 2007, en la nota de prensa de la adquisición, nos dan una idea del atractivo de la operación: “Es difícil imaginar un mejor encaje estratégico para nosotros que Hilton con su gente de categoría mundial, sus marcas y su red de hoteles. Esta es una transacción para construir el negocio de hostelería más importante del mundo.”.

4.3 Hipótesis de inversión planteada por Blackstone

Como se ha mencionado anteriormente, en los años previos a la crisis económica de 2007, se respiraba un ambiente de confianza y prosperidad en los mercados. También fue relevante para determinar el precio justo de la operación la prima pagada en transacciones recientes. No es raro ver una prima alta cuando las empresas que cotizan en bolsa son adquiridas, especialmente cuando la operación es patrocinada por una firma de capital privado. Antes de la oferta de Blackstone, dos hoteles que cotizaban en bolsa fueron privatizados por empresas de PE: Fairmont (enero de 2006) y Wyndham (junio de 2005), con primas del 28% y el 19%, respectivamente. Otra transacción relevante fue la adquisición de Harrah's Entertainment, posteriormente conocida como Caesar's Entertainment, por parte de TPG con una prima del 36% (Phalippou, 2014). Poniendo en perspectiva los datos de transacciones comparables de la época, se observa que la prima pagada por Blackstone de 40% no se antoja tan elevada.

Mediante la elaboración de un modelo proyectado de LBO, los analistas de Blackstone establecieron el precio de compra objetivo y la TIR que ese precio arrojaría.

Por ello, a la hora de realizar la valoración de la empresa, se estima un precio objetivo descontado al que se piensa que se podrá vender la empresa en un corto plazo. Normalmente, al realizar los fondos de PE inversiones que esperan altas rentabilidades, la tasa de retorno que se busca no desciende del 25%.

Figura 8 - Estructura y múltiplos de la compra de Hilton

	<u>Valor</u>
Precio de la acción cotizada	\$ 33.5
Acciones implícitas compradas, millones	547.4
Equity value, en millones	\$ 18,320.0
Otros valores de transacción (sin contar honorarios) en millones	583.0
Deuda asumida, en millones	7,471.0
Efectivo restante en el balance	(38.0)
Enterprise Value, en millones	\$ 26,236.0
Gastos de transacción	264.0
Enterprise Value (con honorarios), en millones	\$ 26,500.0
FYE 2007 EBITDA, en millones	\$ 1,680.0
EV (con honorarios) / EBITDA FYE 2007 EBITDA	15.8x

Fuente: Blackstone reports. Elaboración propia

En la figura 8 se puede observar un resumen de la transacción, por la que finalmente Blackstone pagó un 40% de prima sobre el último precio de cierre antes de privatizarse.

4.3.1 Estructura de capital

En una compra apalancada, la deuda existente de la empresa objetivo se suele recomprar, se contrae una gran cantidad de deuda nueva, se reducen al mínimo las reservas de efectivo y se negocian importantes líneas de crédito. En este caso no fue diferente, la financiación se repartió en 21,5% *equity* y 78,5% con un múltiplo de deuda a EBITDA de 12,4 veces. Se puede observar el desglose en la figura 8: El porcentaje de deuda puede resultar algo elevada, pero se trata de un número aceptable si lo comparamos con los ratios de apalancamiento medios de la época. Para comparar, la mayor transacción de PE jamás realizada -la compañía eléctrica de Texas TXU Corp. que fue privada por KKR y TPG unos meses antes (febrero de 2007) tuvo un apalancamiento similar (81,5%), pero una deuda más habitual con el múltiplo del EBITDA de 6,6x. Otro ejemplo es la estructura de capital del Reader's Digest LBO en noviembre de 2006. Nuevamente el apalancamiento fue de alrededor del 80%, pero el múltiplo deuda/EBITDA fue el doble que la de Hilton. Por lo tanto, el alto ratio de deuda a EBITDA de Hilton era alto pero no excepcional (Phalippou, 2014).

Figura 9 - Estructura de capital de la transacción

Análisis del apalancamiento	Cantidad (USD millones)	Deuda/EBITDA
Deuda asumida (pre-compra)	7,471	4.4x
Term Loan B (margen de 4.91%)	14,000	8.3x
Senior Unsecured Notes (margen de 2.75%)	6,800	4.1x
Total	28,271	16.8x
Deuda asumida por el consorcio	(7,471)	
Apalancamiento Neto	20,800	12.4x

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos facilitados por analistas de Blackstone y expuestos en Phalippou, L. (2014)

El alto porcentaje de deuda *mezzanine* convertible (*Term Loan B* en la figura 9) resultará una decisión clave en el futuro como se verá más adelante. Otro de los puntos más característicos de la deuda contraída para esta operación es su naturaleza *cov-lite*, es decir, no contaba con ningún tipo de cláusula impuesta por los bancos. Hacia finales de 2006 periódicos influyentes como el Daily Telegraph o el Financial Times advertían del peligro que conllevaba la emisión de este tipo de deuda, dado que podría ser la chispa que iniciara una caída de los mercados por imposibilidad de pagos, sin embargo, se continuó concediendo libremente siendo uno de los elementos causantes de la crisis financiera global de 2007.

4.3.2 Drivers de precio y apalancamiento: marco teórico

En el artículo, *Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts*, (Axelson et. al, 2013) se presenta la idea de ciclicidad existente en los ratios de apalancamiento con respecto a EBITDA en las operaciones LBO. Existe una correlación positiva entre el porcentaje de apalancamiento y las etapas de bonanza económica.

Anteriormente se ha mencionado que Blackstone planteó una estructura de deuda-*equity* altamente apalancada. La gestión de la adquisición de Hilton, coincide con un periodo de

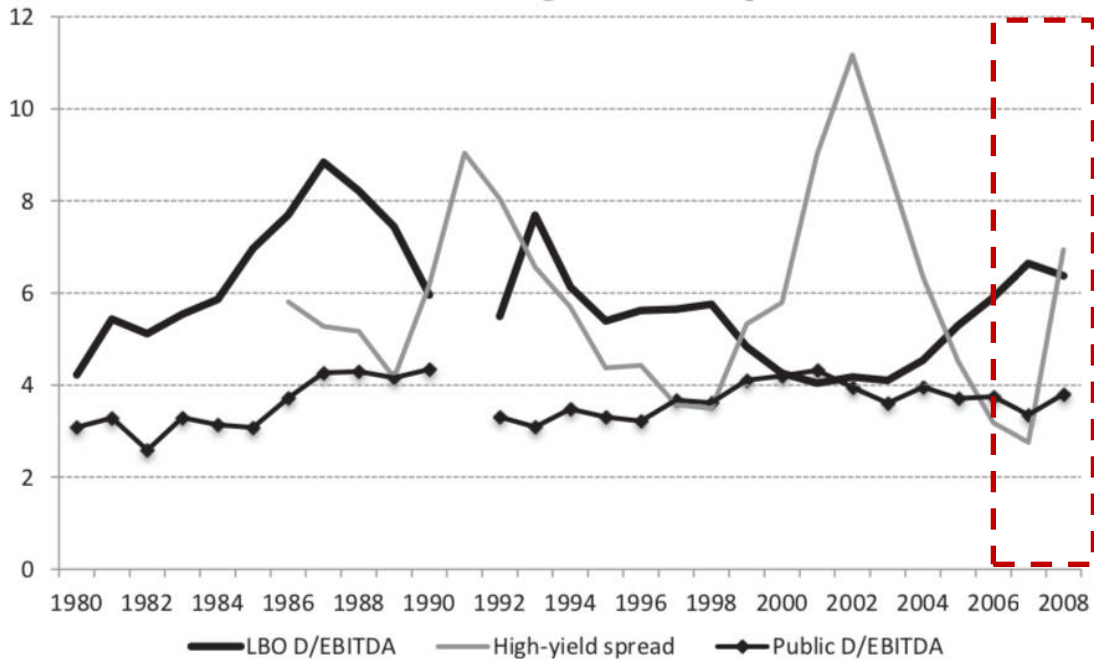
condiciones crediticias muy ventajosas y de mínimos en el *high-yield spread* americano¹, lo que explica el alto ratio de apalancamiento de la operación. De igual manera, coincide con una etapa de máximos en los ratios de deuda/EBITDA. En momentos en los que el apalancamiento es barato, se registran los mayores ratios de apalancamiento con relación a EBITDA en las operaciones de LBO; este fenómeno es denominado *Market Timing* por Axelson et al.

Otro de los fenómenos que estudian estos autores es la Teoría del Conflicto de Agencia, que explica los conflictos de intereses que surgen entre directivos de fondos de inversión, sujetos normalmente a responsabilidades limitadas, y los *shareholders* de las compañías compradas y del propio fondo. En determinadas ocasiones, se toman riesgos innecesarios en las inversiones. En el caso de Hilton, los altos múltiplos de apalancamiento de 12,4 veces EBITDA y el pago de una prima de más del 40% sobre el precio de la acción de la compañía quizá resulten excesivos, y más al conocer la recesión económica que se cernía sobre los mercados en esa época.

La crisis de 2007 y las bancarrotas de empresas apalancadas que la acompañaron, pusieron de manifiesto que pese a la buena situación macro y de los mercados, la contracción de altos ratios de deuda siempre conlleva riesgo, pese a que el modelo LBO y los flujos de caja previstos sean capaces de aguantar todo.

¹ : La diferencia porcentual en la rentabilidad entre los bonos de alto rendimiento en comparación con los bonos corporativos de grado de inversión, los bonos del Tesoro u otra medida de bonos de referencia, en este caso el LIBOR

Figura 10 - Evolución del apalancamiento y el crédito en EE. UU



Fuente: Axelson et. Al (2013). Elaboración propia

4.3.3 Proyecciones según el Plan de Negocio y LBO

En los anexos 1 y 3 se muestra un modelo de elaboración propia a partir de las proyecciones establecidas por Blackstone basadas en el rendimiento histórico y el efecto del plan de negocio previsto.

- Ventas y EBIDTA

Hilton había registrado unos crecimientos notables entre los años 1995-2007, con un aumento del EBITDA anualizado en torno a 11,9%. La situación macroeconómica del momento y el histórico llevaron a establecer una proyección de crecimiento de ventas y EBITDA aproximado al 10%, resultando en un CAGR Ventas de 9,8% y EBITDA de 11,5% a 6 años (2007-2013). Si bien se trataba de unas proyecciones optimistas, no distaban de la realidad de la compañía y se confiaba en su cumplimiento gracias al valor añadido que aportaría el fondo.

- Margen operativo y EBIT

Se estima que con la reducción de costes que se implantaría en el plan de negocio, el margen operativo ascendería pese a la naturaleza de los activos de Hilton. Los cálculos situaron al margen operativo experimentando un crecimiento de entre 13% y 15% durante el periodo de *holding*. El EBIT creció pues, un 11,2% CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) en el periodo analizado.

- Depreciación, amortización y CAPEX

Los datos históricos de CAPEX sobre ventas se situaban entre 5% y 10%, tras la expansión acometida en los años previos a la operación. La intención de Blackstone no era realizar una liquidación de activos sino por mantener la masa de propiedades de Hilton (tercer operador hostelero en número de habitaciones) e incluso explotar la posibilidad de expansión y penetración de la marca en territorio europeo por lo que el CAPEX se mantuvo en torno a un 7% de las ventas hasta 2013, año en que se reduciría.

- *Working Capital* (NOF - Necesidades operativas de financiación)

De la mano de un aumento en las ventas de la compañía, llega una proyección creciente de las partidas de inventario y clientes, pero también del capital destinado al pago de proveedores. Las estimaciones se mantienen en un 4,5%, algo más conservador del 5% histórico. Teniendo en cuenta el cálculo de las NOF (activos corrientes – pasivos corrientes o créditos comerciales + inventario - proveedores) y la estabilidad del porcentaje sobre ventas atribuido constatamos que el crecimiento de clientes e inventario fue proporcional al de proveedores.

- Impuestos

Las proyecciones de los analistas de Blackstone establecían la tasa impositiva en 30% anual y constante a futuro

Se puede observar, sobre el papel y asumiendo una desinversión en 6 años tras la compra (en 2013 se produce el IPO de Hilton), los resultados eran, aunque optimistas, envidiables. Blackstone casi quintuplicaría su inversión inicial de 5.600 millones de dólares llegando hasta los 26.700 millones de dólares,

obteniendo una TIR del 37%, convirtiéndose en la inversión más rentable de la historia. ¿Sería capaz el gigante inmobiliario de cumplir esas proyecciones?

4.4 Creación de valor y resultado de la operación

Junio de 2007, el mes de cierre de la operación, resultó ser el pico tanto de la actividad de compra apalancada como del mercado inmobiliario. Resulta difícil imaginar un peor momento para haber realizado la compra. En 2009 y en vistas de la situación del mercado, la idea de obtener una rentabilidad de la compra de Hilton se antojaba complicada, lejos quedaba la proyección de recoger unos beneficios de más de 20.000 millones de dólares en seis años.

Sin embargo, como explica brillantemente Matt Levine en el artículo publicado en diciembre de 2013 “*Blackstone captured more than all of Hilton’s increased value*”, la firma de PE fue capaz de revertir la situación siguiendo los siguientes pasos:

1. Renegociación de la deuda

Blackstone se acercó a sus prestamistas en 2010 y ofreció reestructurar el acuerdo, comprando parte de la deuda bancaria con descuento. Algunos prestamistas recibieron sólo 35 centavos de dólar, mientras que otros convirtieron su deuda en capital preferente. En 2010, Hilton pagó 819 millones de dólares para recomprar 1.800 millones de dólares en deuda y los prestamistas de Hilton acordaron convertir 2.100 millones de dólares de la deuda que se les debía en capital (*mezzanine*). La recompra de la deuda fue financiada con 819 millones de dólares en nuevas inversiones de capital por parte de Blackstone. En los dos años siguientes (2010-2012), Hilton repagó otros 1.700 millones de dólares de deuda.

En resumen, Hilton gastó 2.500 millones de dólares (y emitió un pequeño paquete de acciones) para reducir su deuda en 5.500 millones de dólares. Los 20.600 millones de dólares de deuda inicial en 2007, se vieron reducidos a 15.000 millones, pasando la parte de capital aportado por Blackstone de 5.700 a 6.500 millones.

Blackstone consiguió reducir la carga de deuda de Hilton. También retrasó dos años el vencimiento del resto de la deuda de la empresa, disminuyendo el riesgo de

refinanciación. A cambio, los prestamistas recuperaron algo de dinero y recibieron 49 millones de acciones, es decir, algo más del 5% de la propiedad de la empresa.

2. IPO

En septiembre de 2013, las condiciones del mercado habían mejorado sensiblemente con respecto a la crisis, por lo que Hilton pudo contraer una deuda de 10.000 millones de dólares para refinanciar su deuda a tasas de interés más bajas.

Aprovechando el ambiente alcista de los mercados y la mejoría notable de la compañía, el 12 de diciembre de 2013, Hilton debuta en bolsa por segunda vez a un precio de 20 dólares por acción. Del total ofertado de 2.352,8 millones de dólares, 1.200 se destinarán al repago de deuda.

El mismo día de la salida a bolsa, Hilton puso 984,6 millones de acciones en circulación, lo que le da un valor total de capital al precio de oferta pública inicial de 19.700 millones de dólares, algo que podría parecer a primera vista una pérdida multimillonaria. Después de todo, la capitalización de las acciones de Hilton Worldwide Holdings al volver a cotizar fue de 20.000 millones de dólares, en comparación con el precio de 26.000 millones de dólares que Blackstone pagó cuando privatizó a Hilton en el 2007. Sin embargo, los 750,6 millones de acciones que son propiedad de Blackstone tiene un valor de 15.000 millones de dólares. Por ello, Blackstone ganó 15.000 millones de dólares menos su inversión inicial de 6.500 millones de dólares, unas ganancias equivalentes a 8.500 millones de dólares sobre el papel, ya que no venderá su participación consciente de la posibilidad de un aumento del precio de la acción a futuro, gracias a una combinación de oportunidad, ingeniería financiera inteligente y gestión disciplinada.

4.5 Conclusiones de la operación

- Hilton: En el momento del IPO, la compañía contaba con 724 millones de dólares en caja a los que hay que añadirle 1.300 millones resultantes de la salida a bolsa. Sumando el valor del *equity* el día de la salida, 19.700 millones al valor de la deuda 15.000 millones menos los 2.000 millones de caja mencionados anteriormente, obtenemos un EV de 33.000 millones de dólares, o lo que es lo mismo, cerca 7.000 millones más que en el momento de su privatización en 2007.

- **Acreeedores:** Puede parecer que en este caso los bancos han sido los principales perjudicados en la operación, y aunque hasta cierto punto es cierto, el resultado a fecha de IPO no es tan negativo como pudiera parecer. De la deuda inicial de 20.600 millones de dólares, 2.500 han sido repagados y 15.000 millones que todavía debe repagar Hilton, debemos añadir 1.300 millones obtenidos en la venta de acciones en el IPO y 1.000 millones de dólares en acciones que no han sido vendidas (ambas reconvertidas en 2010 gracias a la deuda *mezzanine*). En total, y sin contar los intereses de la deuda, los acreedores cuentan con 19.800 millones, una pérdida de 800 millones.
- **Blackstone:** Pese al mal momento en que se realizó la inversión, supo capear la recesión financiera y convertir una operación que parecía abocada al fracaso en aquella con los mayores beneficios de la historia. Gracias a una inteligente reestructuración y refinanciación de su deuda, el impulso del ciclo económico y la buena gestión de los activos de Hilton (notable expansión de la cadena en Europa y Asia).

Desde el IPO, Blackstone Group ha ido materializando los beneficios de su inversión mediante la venta de acciones hasta que anunció en mayo de 2018 que vendería el 5,79% restante de su participación en Hilton Worldwide Holdings, en una venta por un valor estimado de 1.450 millones de dólares basada en el precio de cierre de las acciones de Hilton el 17 de mayo. Con la venta de Hilton, Blackstone obtendrá un beneficio acumulado de 14.000 millones de dólares en el transcurso de sus 11 años de inversión triplicando con creces su inversión inicial, y poniendo fin al episodio de PE que se conocerá como, quizás, la mejor ganancia de capital privado jamás registrada.

5. Conclusiones

La primera idea clave que se obtiene de la realización del trabajo es **la relevancia que tiene el capital riesgo como agente dinamizador de la economía, mejorando las prestaciones de las empresas en las que participa**, aumentando sus cifras de empleo, ventas y EBITDA, además de fomentar su innovación y su exposición internacional. Los efectos de la inyección de capital por parte de los PE obtienen mejores resultados que las de grupo de control no solo durante el periodo de *holding*, sino que los resultados se extienden en el tiempo, gracias a que los cambios y medidas llevadas a cabo son de carácter estructural.

La segunda conclusión es que, contrario a lo que se puede pensar dado el riesgo intrínseco de **las operaciones de PE**, en las que existe una aportación de capital, **estas obtienen mayores rentabilidades que los índices de referencia como el S&P 500 y el MSCI Europe**. Independientemente de operar en el mercado europeo o estadounidense, los rendimientos de los fondos de capital riesgo obtienen en torno a 1,25 PME de media, o lo que es lo mismo, **un 25% de rentabilidad que si se hubiera invertido el mismo capital en los mercados continuos**. Ofrecen, además, un mayor grado de resiliencia ante condiciones macroeconómicas adversas.

Las superiores rentabilidades que nos ofrece esta clase de activo vienen dadas por diversos motivos. El primero de ellos es **la iliquidez que conllevan** al estar conformada cada operación por 4 etapas indispensables (levantamiento de capital, inversión, mejora operativa y salida) y que en las que **el equipo inversor puede trabajar junto con el equipo directivo de la compañía invertida en el desarrollo y activación de palancas de crecimiento**. Este *active-ownership* pone de manifiesto **una de las armas más importantes del PE: la inversión de valor añadido en la que se espera que los inversores no sólo aporten capital, sino que también presten servicios no financieros** en términos de conocimientos y experiencia pertinentes, contactos comerciales y certificación.

Otro de los motivos de la mayor rentabilidad reside en que, **la gran mayoría de operaciones se hacen mediante un LBO o compra apalancada**, un método que unido a una sólida estructura de capital y que la empresa produzca fuertes flujos de caja, resulta en **mejoras importantes de la TIR de la operación limitando los riesgos**.

Personalmente, considero que **el sector del capital riesgo ofrece un amplio abanico de beneficios tanto para los inversores como para las compañías en cartera** e incluso para el tejido industrial y económico internacional. Mi **experiencia laboral en un fondo de PE me ha permitido comprender el impacto real que este sector tiene en la economía**, pero también cómo este se ve afectado por factores macroeconómicos tales como el estado de los mercados y tipos de interés, **como se ha analizado también en el caso de estudio del BO de los Hoteles Hilton.**

Las perspectivas de futuro son alentadoras para el sector de capital riesgo. **La penetración de este tipo de inversión aumentará a nivel mundial** espoleado por las buenas rentabilidades y el ciclo económico positivo. **En España se multiplicarán tanto el número de fondos como el número de operaciones**, provocando que **cada vez más compañías se beneficien del valor añadido que aporta el sector, mejorando su situación a escala individual y por ende haciendo lo propio con el tejido económico.**

6. Bibliografía

- Acharya, V., Hahn, M. and Kehoe, C. (2009) “Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity”, *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, 232
- ASCRI (n.d.). Qué es el Capital Privado (Venture Capital & Private Equity) (online). Disponible en: <http://www.ascr.org> [16 de mayo de 2019]
- ASCRI (2010). Impacto económico y social del Capital Riesgo en España. *Informe anual 2009-2010*.
- ASCRI (2018). Impacto económico y social del Capital Privado en las operaciones de Middle Market en España. *Informe anual 2017-2018*.
- Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P. & Weisbach, M. S., (2007). “Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis”, *Working Papers 08-1, University of Pennsylvania, Wharton School, Weiss Center*
- Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P. & Weisbach, M. S., (2013). “Borrow Cheap, Buy High? The Determinantes of Leverage and Pricing in Buyouts”. *The Journal of Finance*, 68(6), pp. 2223-2267
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). “The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle”. *Journal of banking & finance*, 22(6-8), 613-673.
- Bernstein, S., Lerner, J., Sorensen, M., & Strömberg, P. (2016). “Private equity and industry performance”. *Management Science*, 63(4), 1198-1213
- Bertoni, F., Colombo, M. & Croce, A. (2010). “The Effect of Venture Capital Financing on the Sensitivity to Cash Flow of Firm's Investments”. *European Financial Management*, 16(4), 528-551
- Bertoni, F., Ferrer, M.A. & Martí, J. (2012). “The Different Role Played by Venture Capital and Private Equity Investors on the Investment Activity of Their Portfolio Firms”. *Small Business Economics*, Volume 40, Issue 3, pp 607–633
- Brigl, M., Jansen, A., Schwetzler, B., Hammer, B. & Hinrichs, H. (2016). “How Private Equity Firms Fuel Next-Level Value Creation.” *BCG report February 2016*. Disponible en: <https://www.bcg.com/de-de/publications/2016/private-equity-power-of-buy-build.aspx>
- BVCA (2008). “The economic impact of Private Equity in the UK”. *Annual report 2007-2008*
- Cendrowski, H., Petro, L.W., Martín, J.P., Wadecki, A. A. (2008). *Private Equity, History, Governance and Operations*, primera edición, John Wiley & Sons, Inc.Hoboken, New Jersey.

- Engel, D. & Stiebale, J. (2009). "Private Equity, Investment and Financial Constraints Firm-Level Evidence for France and the United Kingdom". *Ruhr Economic Paper No. 126*.
- EVCA (2002). "Survey of the Economic and Social impact of Venture Capital in Europe".
- Fenn, G. W.; Liang, N. & Drowse, S. (1995) "The economics of the Private Equity market". *82 Fed. Res. Bull.* 26
- Fernández, C., 1997. LBO y MBO. *Revista de gestión pública y privada*, Volumen 2, pp. 51-82
- Franzoni, F., Nowak, E., & Phalippou, L. (2012). "Private equity performance and liquidity risk". *The Journal of Finance*, 67(6), 2341-2373.
- Gaughan, P. A. & Bruner, R. F., (2010). "Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring". quinta edición, pp.293-334. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey.
- Gompers, P. and J. Lerner (2001) "The Venture Capital Revolution". *Journal of Economic perspectives*, Vol. 15, n°. 2, Primavera 2001 (pp. 145-168)
- Hamilton, D. & Cantor, R. (2006) "Measuring Corporate Default Rates", *Special Comment. New York: Moody's Investors Services*, 1-16
- Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2014). "Private equity performance: What do we know?" *The Journal of Finance*, 69(5), 1851-1882
- Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review*, Issue 76, pp. 323-329.
- Jensen, M. (1989). "Eclipse of the Public Corporation". *Harvard Business Review*, Issue 67, pp. 61-75
- Kaplan, S. N., (1989). "Management Buyouts: Evidence on axes as a source of value". *The Journal of Finance*, Issue 44, pp. 611-632.
- Kaplan, S. N., (1998). "The effects of Management Buyouts on operating performance and value". *The Journal of Financial Economics*, Issue 25, pp. 217-254.
- Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). "Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows". *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823
- Kaplan, S. N. & Strömberg, P., (2008)." Leveraged Buyouts and Private Equity". *Journal of Economic Perspectives*, Issue 4, pp. 21-27
- Levine, M. (2013). "Blackstone captured more than all of Hilton's increased value". Bloomberg. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles>

/2013-12-12/blackstone-captured-more-than-all-of-hilton-s-increased-value-draft. [20 de mayo de 2019].

- Martín, C., (1999). “Adquisiciones Apalancadas (Leveraged Buyouts)”. *Estrategias de Financiación, Issue 149, pp. 29-36*
- McKinsey & Co., (2018). “The rise and rise of private markets”. *McKinsey Global Private Markets Review 2018*
- Metrick, A. & Yasuda, A. (2007). “The Economics of Private Equity Funds”. *The Review of Financial Studies volume. 23, No. 6 , pp. 2303-2341*
- Phalippou, L. (2014). “Hilton Hotels: Real State Private Equity”. Saïd Business School. University of Oxford journal.
- Sorensen, M., & Jagannathan, R. (2015). “The public market equivalent and private equity performance”. *Financial Analysts Journal, 71(4), 43-50.*
- Smith, Abbie, (1990). “Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts”, *Journal of Financial Economics, volume 27, pp. 143-164*

Anexo 1 – Business Plan en base a las asunciones de los analistas de Blackstone

Hilton - P&L

(€ in millions - FYE 31/12)	LTM						
	2007a	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Net sales	8,665	8,875	9,878	10,994	12,236	13,619	15,158
% growth		2.4%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
Operating expenses	6,985	7,187	(7,873)	(8,762)	(9,752)	(10,854)	(12,081)
% sales	80.6%	81.0%	(79.7%)	(79.7%)	(79.7%)	(79.7%)	(79.7%)
EBITDA	1,680	1,688	2,005	2,232	2,484	2,765	3,077
% sales	19.4%	19.0%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
D&A	(350)	(414)	(464)	(517)	(575)	(640)	(712)
% capex	58.3%	66.8%	67.1%	67.1%	67.1%	67.1%	85.5%
% sales	(4.0%)	(4.7%)	(4.7%)	(4.7%)	(4.7%)	(4.7%)	(4.7%)
EBIT	1,330	1,274	1,541	1,715	1,909	2,125	2,365
% sales	15.3%	14.4%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
Capex	(600)	(620)	(691)	(770)	(857)	(953)	(834)
% sales	(6.9%)	(7.0%)	(7.0%)	(7.0%)	(7.0%)	(7.0%)	(5.5%)
Working capital	433	399	445	495	551	613	682
% sales	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Net debt		700	650				

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos facilitados por analistas de Blackstone y expuestos en Phalippou, L. (2014)

Anexo 2 – Fuentes y uso del modelo LBO

Sources assumption

Senior A

Debt quantum	8.3x
Tenor - years	6
Cash margin - bps	275

Junior B

Debt quantum	4.0x
Tenor - years	6
Cash margin - bps	491

Sources and uses

USES

Entry multiple	15.7x
Enterprise value	26,376.0
Transaction costs	-
Financing costs	-
Total transaction costs	-
Total uses	26,376.0

SOURCES

EBITDA LTM	1,688
Senior A	14,000.0
Senior B	6,800.0
Mezzanine	-
Total debt package	20,800.0
Equity	5,576.0
of which SHL	-
Total uses	26,376.0

Exit assumptions

Exit date	2013
Exit multiple	15.7x

Exit assumptions

Corporate Income Tax Rate	30.0%
---------------------------	-------

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos facilitados por analistas de Blackstone y expuestos en Phalippou, L. (2014)

Anexo 3 – Evolución del apalancamiento según el modelo LBO y rentabilidades de salida

Net debt calculation

(€ in millions - FYE 31/12)	2007a	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
EBITDA			2,005.2	2,231.8	2,484.0	2,764.7	3,077.1
Exit multiple			15.7x	15.7x	15.7x	15.7x	15.7x
EV evolution			31,481.8	35,039.2	38,998.6	43,405.5	48,310.3
Net Debt evolution			20,800.0	21,435.9	21,733.5	21,791.7	21,599.1
Equity value evolution			10681.8	13603.4	17265.1	21613.8	26711.2

IRR calculation

(€ in millions - FYE 31/12)	2007a	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Shareholder flows		(5,576.0)	-	-	-	-	26,711.2

IRR calculation 37%

Net debt evolution

(€ in millions - FYE 31/12)	2007a	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Senior Debt A EoP		14,000.0	11,666.7	9,333.3	7,000.0	4,666.7	2,333.3
Senior Debt B EoP		6,800.0	6,800.0	6,800.0	6,800.0	6,800.0	6,800.0
Total gross debt		20,800.0	18,466.7	16,133.3	13,800.0	11,466.7	9,133.3
Cash EoP		-	2,969.2	5,600.2	7,991.7	10,132.4	11,782.1
Net debt / (cash)		20800.0	21435.9	21733.5	21791.7	21599.1	20915.4
Net debt / EBITDA		12.3x	10.7x	9.7x	8.8x	7.8x	6.8x

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos facilitados por analistas de Blackstone y expuestos en Phalippou, L. (2014)