



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Radiografía de una compra apalancada

Claves económicas, contables y jurídicas

Autor

Miguel Alejandro Laurenzana Esponera

Director

Alicia Costa Toda

Facultad de economía y empresa de la Universidad de Zaragoza

2025-2026

Autor: Miguel Alejandro Laurenzana Esponera.

Director: Alicia Costa Toda.

Título: *Radiografía de las compras apalancadas. Claves económicas jurídicas y contables.*

Titulación académica: Programa conjunto en Derecho-ADE (DADE)

Resumen:

Este trabajo ofrece una “radiografía” de las compras apalancadas como una popular técnica de adquisición empresarial. En primer lugar, desarrolla un marco teórico sobre las compras apalancada en el que se describe su funcionamiento, estructura y principales elementos (tipos de financiación y efectos económicos y contables más habituales). Esta primera parte, terminará con una modelización que permite entender cómo se genera valor y bajo qué condiciones el apalancamiento resulta sostenible. A continuación, incorpora un análisis legal centrado en los bienes jurídicos que entran en juego y en la regulación aplicable, principalmente en España, con referencias comparadas al marco internacional. Por último, se utiliza un ejemplo práctico para trasladar lo expuesto desde el plano teórico a una operación real y facilitar la comprensión del mecanismo en la práctica.

Palabras clave: Compra apalancada (LBO), Capital privado, Modificaciones estructurales, Modelización financiera, Asistencia financiera, Ley “Crea y Crece”.

Abstract:

This thesis provides an “X-ray” of leveraged buyouts (LBOs) as a widely used business acquisition technique. First, it develops a theoretical framework on LBOs, describing how they work, their structure, and their key components (types of financing and the most common economic and accounting effects). This first part will end with a financial model that helps illustrate how value is created and under what conditions leverage remains sustainable. Then, it presents a legal analysis focused on the protected legal interests at stake and the applicable regulatory framework, primarily in Spain, with comparative references to the international context. Finally, a practical example is used to translate the theoretical discussion into a real transaction and to facilitate understanding of how the mechanism operates in practice.

Keywords: Leveraged Buyout (LBO), Private Equity, Structural Modifications, Financial Modeling, Financial Assistance, Law 18/2022.

Índice temático

I.	Presentación, objetivos y estructura del trabajo	6
II.	Análisis económico de las compras apalancadas y modelización.....	8
1.	Introducción a las compras apalancadas definición y contexto.....	8
2.	Estructuras de las compras apalancadas o LBOs.....	9
2.1	Estructura societaria de una LBO	9
2.2	Estructura de financiación: capital vs deuda	13
2.3	Estructura de la deuda en una LBO	13
2.4	Distribución del riesgo.....	17
3.	Tipos de compras apalancadas	18
3.1	Según el promotor de la operación	18
3.2	Según la naturaleza de la empresa objetivo	19
3.3	Según la estrategia de creación de valor.....	20
3.4	Según la estructura corporativa y el mecanismo de retorno.....	20
4.	La creación de valor en las LBO	21
4.1	¿Qué entendemos por creación de valor en una LBO?.....	21
4.2	Mecánica básica de la creación de valor.....	22
4.3	El uso de la deuda para obtener una mayor TIR.....	23
4.4	¿De dónde sale realmente la creación de valor? Palancas operativas y financieras	26
5.	Pasos y modelización de una compra apalancada	28
5.1	Primer paso: Elegir una buena empresa objetivo	29
5.2	Segundo paso: Localización y análisis de la información necesaria	30
5.3	Tercer Paso: Construcción del modelo “Pre-LBO”	31
5.4	Cuarto Paso: Introducción de la estructura de transacción	35
5.5	Quinto Paso: Elaboración del modelo “Post-LBO”	39
5.6	Sexto paso: Análisis de la operación LBO y síntesis de resultados	44
5.7	Conclusión de la modelización.....	47
6.	Principales efectos positivos y negativos asociados a las compras apalancadas	47
6.1	Principales efectos positivos.....	48
6.2	Principales efectos negativos.....	48
7.	Conclusiones económicas y financieras de las compras apalancadas	49
III.	Análisis legal de las compras apalancadas	52
1.	Introducción al análisis legal de las compras apalancadas	52
2.	Bienes jurídicos afectados	52
3.	Regulación en España.....	53

3.1	Evolución histórica.....	53
3.2	Análisis de la normativa vigente	54
3.3	Regulación en el resto del mundo.....	55
4.	Conclusiones.....	57
IV.	Análisis de la adquisición apalancada (LBO) del grupo Cortefiel	58
1.	Introducción y razón de elección de este caso práctico	58
2.	Contexto de la operación y estructura de los participantes.....	58
3.	Proceso de la operación	59
3.1	Obtención del control (OPA)	59
3.2	Exclusión cotización	59
3.3	La fusión por absorción.....	60
4.	Rentabilidad de la operación	63
5.	Conclusiones.....	64
V.	Conclusión y cierre del trabajo.....	66
VI.	Bibliografía.....	68

Índice tablas:

Parte II

Tabla 2.1 Ejemplo estructura LBO	11
Tabla 2.2: Ejemplo estructura LBO	12
Tabla 2.3: Tipos de financiación utilizada en operaciones LBO como múltiplos de EBITDA.....	16
Tabla 2.4: Prelación financiación LBO	18
Tabla 4.2: Demostración ejemplo 4.2.1	22
Tabla 4.3: Demostración ejemplo 4.2.2.....	23
Tabla 4.4: Cálculo flujo de caja libre para el ejemplo 4.3.1	24
Tabla 4.5: Cálculo flujo de caja libre para el ejemplo 4.3.2	25
Tabla 4.6: Comparativa ejemplo 4.3.1 y 4.3.2.....	26
Tabla 5.1: Hipótesis para el PyG de Anayet S.A.	32
Tabla 5.2 PyG Anayet S.A. en Mn€.....	32
Tabla 5.3: Hipótesis para el balance de Anayet S.A. en Mn€.....	33
Tabla 5.4: Balance de Anayet S.A. en Mn€.....	34
Tabla 5.5: Flujos de efectivo de Anayet S.A. en Mn€	35
Tabla 5.6: Precio de compra de Anayet S.A. en Mn€.....	36
Tabla 5.7: Fuentes de financiación vs Usos.....	36
Tabla 5.8: Escenarios fuentes y usos financiación para Anayet S.A. Mn€.....	37
Tabla 5.9: Creación balance año cero de Anayet S.A.	39
Tabla 5.10: Flujos de efectivo “post-LBO” y amortización deuda senior por Anayet S.A. en Mn€.....	40
Tabla 11: Cálculo gastos financieros y beneficio neto de Anayet S.A. para los cálculos de la tabla 5.10 en Mn€	41
Tabla 12: PyG “post-LBO” de Anayet S.A. en Mn€	42
Tabla 5.13: Balance “Post-LBO” de Anayet S.A. en Mn€	43
Tabla 5.14: Estado flujos efectivo “post-LBO” de Anayet S.A. en Mn€	44
Tabla 5.15: Ratios de crédito	45
Tabla 5.16: Ratios de crédito de Anayet S.A.	45
Tabla 5.17: Estrategia desinversión Anayet S.A.....	46

Parte IV

Tabla 3.1: Comparativa balances Cortefiel.....	62
Tabla 3.2: Comparativa balances MEP Retail España S.L.U	62
Tabla 3.3: Comparativa Ratios Cortefiel	63

I. Presentación, objetivos y estructura del trabajo

El presente trabajo de fin de grado nace tras que el pasado veintinueve de septiembre de 2025, una de las compañías más influyentes del sector del entretenimiento, *Electronic Arts*, acordase ser comprada por tres firmas de inversión de capital privado por un total de 55.000 Mn\$ (en torno al 3% del PIB español). Leyendo la noticia más a fondo, descubrí que, de esa cantidad, solo 35.000 Mn\$ iban a ser pagados por el patrimonio conjunto de las entidades adquirientes mientras que el resto, iba a ser financiado por una deuda que iba a tener que pagar la propia *Electronic Arts* puesto que la transacción se había llevado a cabo mediante una compra apalancada.

El hecho de que la propia compañía adquirida fuera la obligada a sufragar su propia compra en este tipo de operaciones, me llamó la atención e hizo que quisiera saber más sobre este tema y su regulación.

Investigando, descubrí que las compras apalancas son operaciones muy típicas entre las firmas de inversión de capital privado. Conforme un estudio de S&P Global (Barachuna, 2025) más del 50% de las compras apalancadas que se han realizado en los últimos años se han llevado a cabo por firmas de inversión de capital privado y el valor de este tipo de operaciones por estas entidades alcanzó en 2024 los 215.000 millones de dólares mientras que a mediados de 2025 esta cifra ya superaba los 150.000 millones de dólares.

Las firmas de capital privado son uno de los grandes motores de la economía actual puesto que se han consolidado como un actor sistemático en la asignación de capital y en la reconfiguración del tejido empresarial a escala global. En 2024, la inversión en la compra de activos por parte de estas entidades alcanzó los 602.000 millones de dólares, consiguiendo elevar el peso que tienen estas entidades dentro del mercado global de combinaciones de negocios hasta el 19% según datos de Bain&Company (MacArthur, 2025). Dentro de las firmas de capital privado, las compras apalancadas se han convertido en la mayor estrategia que se lleva a cabo dentro del sector ya que en torno al 30% de los activos bajo gestión de las firmas de capital privado están relacionados con compras apalancadas

Los datos mencionados en esta introducción no parece que vayan a reducirse en los próximos años y mucho menos en España.

El presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Carlos San Basilio, comentó en una ponencia el pasado ocho de noviembre de 2025 que en España se ha visto un incremento muy destacado del número de entidades de capital privado en los últimos años sobre todo gracias la denominada ley “*Crea y Crece*” que entró en vigor en 2022 y que hace más accesible las inversiones en este tipo de entidades que históricamente estaban limitadas a grandes rentas (Diario Expansión, 2025). Este boom ha llevado la CNMV a dirigir "un mayor esfuerzo supervisor" sobre este sector y sobre las operaciones que realizan como las compras apalancadas.

El objetivo principal de este trabajo es hacer un análisis holístico de las operaciones de compras apalancadas de empresas. A lo largo del trabajo se introducirán este tipo operaciones y se hará un estudio económico, legal y contable de las mismas. Al final, se intentará facilitar la comprensión de lo explicado mediante un ejemplo práctico.

Entrando más al detalle, durante la primera parte del trabajo se hará una definición de las compras apalancadas y se explicará el esquema que estas siguen. Posteriormente, se explicarán los distintos tipos de operaciones que existen y la fórmula a través de las cuales intentan crear valor. También, se verán los pasos que siguen mayoritariamente las firmas de capital privado para llevar a cabo las compras apalancadas a través de un modelo que girará en torno al inversor. Finalmente, tras valorar los puntos positivos y negativos de estas operaciones, se presentarán ciertas conclusiones individuales.

En una segunda parte, el análisis pasará a ser legal. Intentando no adelantar mucha información, de momento es importante saber que las compras apalancadas son figuras controvertidas pues en ellas entra en juego la llamada “*asistencia financiera*”. En esta parte del trabajo se introducirá este concepto y se verá cómo se han regulado estas operaciones en España históricamente, así como la regulación actual que nos diferencia de otros países como Inglaterra, Alemania o Estados Unidos.

Finalmente, se pasará de lo teórico a lo práctico a través de un caso práctico. En concreto, se analizará la compra apalancada que sufrió Cortefiel en 2005. A pesar de ser un caso relativamente antiguo, su contenido formativo es óptimo puesto que se trata de una operación que ha finalizado recientemente (febrero de 2025) y cuya información disponible es amplia.

II. Análisis económico de las compras apalancadas y modelización

1. Introducción a las compras apalancadas definición y contexto

Compra apalancada o *leveraged buyout* (LBO) es el nombre que reciben las operaciones de adquisición de una sociedad, división, negocio o conjunto de activos (*target*) en la que el control se obtiene mediante una compra financiada en una parte relativamente pequeña con recursos propios (*equity*) aportados principalmente por un inversor financiero especializado (generalmente una firma de *private equity* o capital privado) y, en una parte relativamente mayor, mediante deuda que normalmente está garantizada con los activos y los flujos de caja de la propia target o empresa objetivo.

Este tipo de operaciones permite a los inversores financieros adquirir tanto sociedades cotizadas como no cotizadas, así como sus divisiones o filiales, con el objetivo último de obtener una rentabilidad elevada sobre su inversión en capital en el momento de la desinversión (habitualmente mediante la venta o salida a bolsa de la sociedad adquirida).

En la práctica, las compras apalancadas están íntimamente ligadas al funcionamiento de las firmas de *private equity*. Firmas como KKR, EQT o Blackstone, han hecho de las compras apalancadas su modelo de negocio característico hasta el punto de que, en muchas ocasiones, la literatura económica reciente, entiende que los términos *leveraged buyout* y *private equity* van unidos de la mano, como si uno implicase la existencia del otro, aunque en la práctica esto no es del todo cierto. Sin embargo, puesto que el presente trabajo tiene como objetivo hacer un análisis de la figura de las compras apalancadas en su conjunto, a modo de simplificación, se va a dar por hecho de que en estas operaciones siempre hay una firma de capital privado detrás.

Generalmente, las firmas de capital privado captan capital a través de fondos de inversión cerrados que se caracterizan por no tener reembolsos libres y por un patrimonio y un plazo de vida limitado. Esto es así porque la firma normalmente dispone de cinco años para invertir el capital comprometido y luego cuenta con otros cinco/ocho años adicionales para obtener rendimientos y devolver el capital a sus inversores. Si se retirase el capital invertido durante los primeros años en los que la empresa solo ha hecho desembolsos, seguramente se entraría en una situación de impago y la firma se iría a la quiebra.

Durante todo este proceso, la firma de capital riesgo puede ser remunerada de tres formas distintas. En primer lugar, percibe una comisión de gestión anual, normalmente calculada como un porcentaje sobre el capital comprometido y, posteriormente, a medida que se

producen las desinversiones, como un porcentaje sobre el capital efectivamente invertido. En segundo lugar, los gestores del fondo obtienen una parte de los beneficios generados, denominada *carried interest*, que casi siempre equivale aproximadamente al 20%. Por último, en algunos casos se cobran comisiones de transacción (*deal fees*) y de supervisión (*monitoring fees*) a las empresas participadas. Metrick y Yasuda en su estudio “*The Economics of Private Equity Funds*” (2010) describen en mayor detalle la estructura de estas comisiones y aportan evidencia empírica sobre su funcionamiento.

Históricamente, los partícipes de estos fondos han solido ser inversores institucionales o inversores de grandes patrimonios. Sin embargo, tal y como se dijo en la introducción, en España, desde la Ley Crea y Crece (Ley 18/2022) se ha abierto este tipo de fondos a inversores minoristas reduciendo el denominado “ticket mínimo” de 100.000€ a 10.000€. Es por ello que en los próximos años es previsible que haya un aumento del número de firmas de capital privado en nuestro país, haciendo especialmente relevante entender el funcionamiento de las mismas y de una de sus operaciones más típicas, las compras apalancadas.

2. Estructuras de las compras apalancadas o LBOs

La estructura de una LBO puede entenderse en dos planos íntimamente relacionados. Por un lado, podemos hablar de la estructura societaria que hace referencia a cómo se organizan las distintas entidades implicadas y a las relaciones de control entre ellas. Por otro, podemos hablar de la estructura de financiación que recoge la combinación de deuda y capital (capas o *tranches* de financiación) que permite llevar a cabo la adquisición.

Ambos planos están estrechamente vinculados, ya que el diseño societario se configura precisamente para canalizar, garantizar y optimizar la financiación utilizada en la operación.

2.1 *Estructura societaria de una LBO*

En una operación de compra apalancada típica, el fondo de *private equity*, una vez captados los recursos de los inversores, canaliza dichos fondos a través de una nueva sociedad cabecera que se suele denominar *parent company*. En función de un conjunto de circunstancias como grado de aislamiento del riesgo que se pretenda y de cómo se desee ordenar la posición jurídica y económica de cada financiador, esta *parent company* puede constituir una o varias sociedades adicionales, configurando una estructura en cadena.

En cualquier caso, y sin perjuicio de que en ocasiones pueda existir una única sociedad en esta cadena (la propia *parent company*), la sociedad que adquiera efectivamente la empresa objetivo o *target company* se denomina habitualmente NewCo.

De forma simplificada, el esquema puede describirse del siguiente modo:

- El fondo gestionado por la firma de capital privado aporta capital a una *parent company* o sociedad holding situada en la cúspide de la estructura. Esta sociedad puede recibir financiación en forma de deuda por parte de entidades bancarias y también una mayor “financiación propia” si los accionistas de la sociedad target deciden participar en la operación (vender sus propias acciones y volver a comprarlas por medio de la holding).
- Esta parent company puede, dependiendo de razones operativas o de cómo se quiera distribuir el riesgo y la prelación de pagos entre los distintos financiadores de la operación, crear una o varias sociedades vehículo intermedias. Por lo general, son estas sociedades las que se endeudan con entidades financieras y bancos.
- Habitualmente, sociedad vehículo creada específicamente para ejecutar la adquisición recibe el nombre de *new company* (NewCo). Cuando es la propia *parent company* la que adquiere directamente la target company, aquella puede ser considerada, a efectos funcionales, como la NewCo.

Como se ha mencionado, esta arquitectura en cascada, que a primera vista puede parecer compleja, responde a varias finalidades. En una compra apalancada, la deuda se va a concentrar en la target o en alguna de las sociedades creadas para su adquisición. Decidir quien asume la deuda es relevante para:

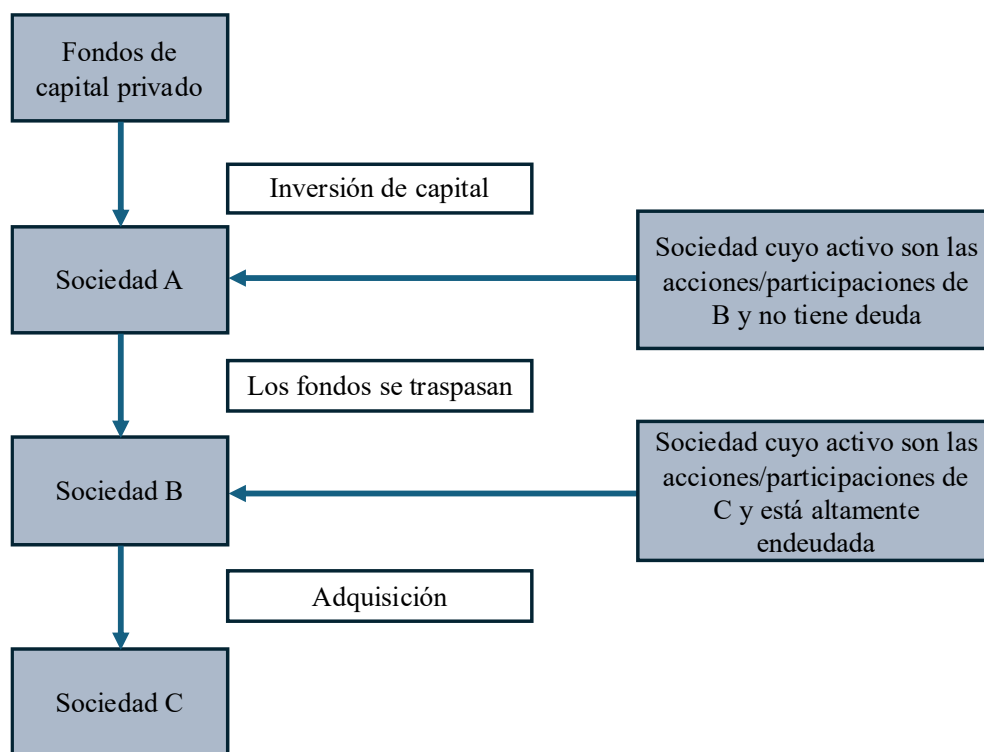
- Aislar el riesgo del inversor financiero.
- Ordenar jurídicamente las garantías y el acceso a los flujos de caja.
- Atender a razones operativas, al permitir una gestión más flexible del grupo adquirido.

A continuación, se exponen dos ejemplos para clarificar estas cuestiones:

Ejemplo 2.1.1: Un fondo de *private equity* aporta capital a una sociedad holding denominada *Sociedad A*. Esta sociedad crea, a su vez, una *Sociedad B*, que será la sociedad vehículo que suscriba la mayor parte de la deuda bancaria necesaria y adquiera la sociedad objetivo, *Sociedad C*.

Puesto que el activo de la sociedad A y B está conformado íntegramente por las participaciones de C, si la operación resulta exitosa, el fondo podrá desinvertir de forma relativamente sencilla vendiendo estas participaciones, transmitiendo así indirectamente el control de C sin necesidad de alterar directamente la estructura jurídica de la empresa operativa. Por el contrario, si la inversión no evoluciona conforme a lo previsto y C no genera suficientes recursos para atender la deuda, el impacto financiero se concentra principalmente en B que podría perder sus participaciones en C. Sin embargo, la holding A no perdería sus participaciones en B de forma que su exposición a la deuda y al riesgo de la operación es mucho menor.

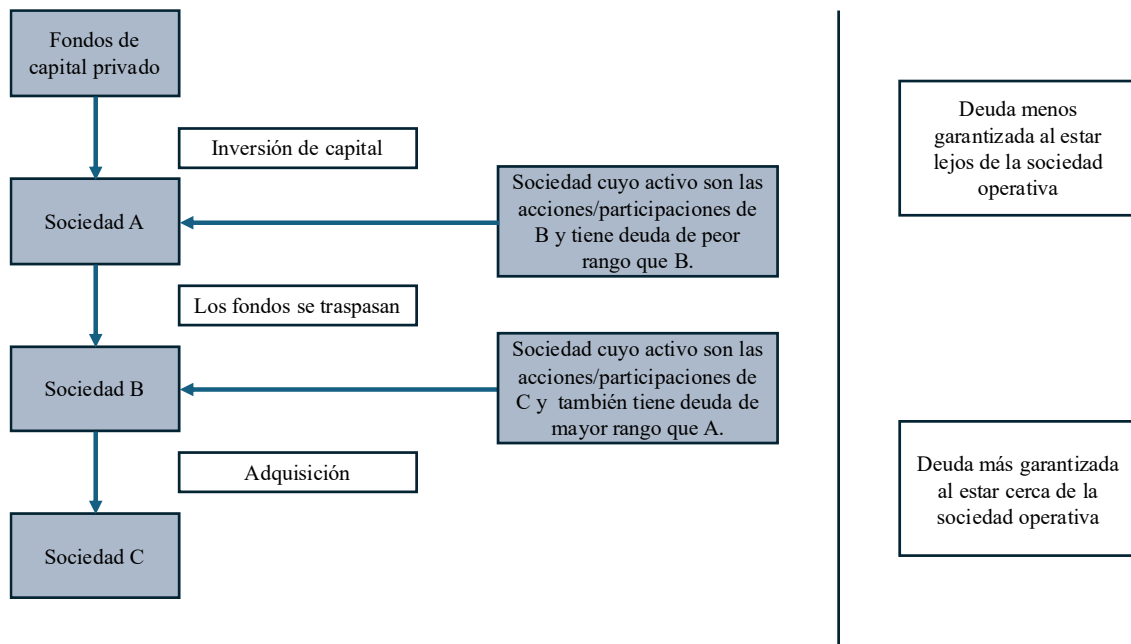
Tabla 2.1 Ejemplo estructura LBO



Fuente: Elaboración propia

Ejemplo 2.1.2: Partiendo del anterior ejemplo, puede suceder que la sociedad A también reciba financiación ajena en forma de deuda. En estos casos, la deuda de B suele contar con mayores garantías al estar respaldada por los activos y flujos de caja de C. Esta es la norma general, sin embargo, en ocasiones, los contratos de deudas más “alejados” pueden estar respaldados por activos de la sociedad target si así se establece en los contratos.

Tabla 2.2: Ejemplo estructura LBO



Fuente: Elaboración propia

La finalidad de estos ejemplos es mostrar que, aunque la creación de una “cascada” de sociedades pueda parecer, en un primer momento, innecesaria, constituye en realidad una herramienta de estructuración de la que se extraen las siguientes consecuencias:

- Las deudas contraídas por las sociedades situadas en los niveles más bajos de la “cascada” suelen ser más baratas, en la medida en que ofrecen mayores garantías. No obstante, esta proximidad a la empresa operativa puede dificultar la desinversión, debido a la existencia de garantías y cláusulas contractuales.
- Por el contrario, las deudas asumidas por sociedades situadas en niveles superiores de la “cascada” tienden a ser más caras, ya que el acreedor se encuentra más alejado del activo que genera el *cash flow* y, por tanto, su posición es menos segura. Sin embargo, al concentrarse en sociedades holding, este endeudamiento suele ofrecer mayor flexibilidad.

Esta exposición constituye, en todo caso, una simplificación de una realidad en la que existen miles de posibilidades. Además, la creación de empresas vehículo puede tener su razón de ser en cuestiones de índole operativa. Por ejemplo, puede ser que un mismo fondo vaya a hacer dos compras apalancadas por lo que primero invierte el dinero en una holding que tras recibirlo procederá a repartir por NewCos (una NewCo por cada target company que se quiera adquirir).

Por otro lado, la financiación de este tipo de operación y el orden de prelación de las partes “financiadoras” es una cuestión compleja que se analizará con mayor detalle a continuación.

En la mayoría de los casos, lo que se busca con las compras apalancadas es abonar la deuda en los balances de la target company para aislar de riesgos financieros a la NewCo y a la holding. Este traslado de deuda se puede hacer de múltiples formas: *forward merger LBOs*, asunción de deuda, cláusulas contractuales o *covenants*... Ahora bien, también puede ser que este “abono” no se produzca y que la deuda exista en su totalidad en las nuevas sociedades creadas.

En estos últimos casos, puesto que la norma general en una compra apalancada es que la propia sociedad target financie la deuda, el pago de la misma hará mediante la retribución que reciben las nuevas sociedades creadas en forma de dividendo o recompra de acciones. Esta estrategia por ejemplo es la seguida por MasMovil tras ser comprada por KKR, Cinven y Providence durante la pandemia.

2.2 Estructura de financiación: capital vs deuda

Desde una perspectiva financiera, las compras apalancadas se caracterizan por tener una doble fuente de financiación: deuda (que constituye la mayor parte del precio de la operación) y capital (*equity*) que es aportado por el fondo de capital riesgo.

En las LBOs “clásicas” de inicios de siglo, la estructura de financiación tendía a situarse en torno a un 60-70% de deuda y un 30-40% de *equity*. No obstante, en los últimos años se observa un cierto desapalancamiento y un estudio reciente de MSCI (Xiong, 2025), apunta a que, en promedio, el peso de la deuda en la financiación de estas operaciones se ha reducido por debajo del 50% del importe total, reforzando la contribución de capital propio.

2.3 Estructura de la deuda en una LBO

La deuda empleada en una compra apalancada, en muchas ocasiones, no constituye un bloque homogéneo, sino que se articula en distintos tipos de deuda ordenados jerárquicamente en función de su prioridad de cobro, del nivel de garantías de que gozan y del coste para el prestatario. A continuación, a través de la información contenida en un estudio hecho por el Banco de España (Manzano, 2007), se hace un análisis sobre los distintos tipos de deuda que suelen utilizarse en las compras apalancadas.

2.3.1 Deuda senior (senior debt)

La deuda sénior constituye el núcleo de la financiación bancaria en una LBO y se caracteriza por ser deuda garantizada (*secured*) y situada en la parte más alta de la estructura de capital. Es, por tanto, la que goza de prioridad de cobro y de acceso preferente a las garantías reales (normalmente un *pledge* sobre las acciones de la empresa objetivo y una prenda o hipoteca sobre sus principales activos).

Dentro de la deuda senior se puede distinguir entre:

- Los préstamos bancarios que adoptan la forma de financiación bancaria tradicional, con un vencimiento relativamente corto y un calendario de amortización significativo a lo largo de la vida del préstamo. Este tipo de financiación suele estar en manos de bancos comerciales y su repago periódico contribuye a reducir el apalancamiento de forma más acelerada. Dependiendo del horizonte temporal y del tipo aplicado en muchas operaciones se distinguen por tramos (ej. tramo A, tramo B, ...).
- En segundo lugar, se encuentran los préstamos institucionales a largo plazo con amortización de tipo americana. Son préstamos dirigidos principalmente a inversores institucionales (fondos de deuda, deuda colateralizada con préstamos, ...) y se caracterizan por tener un vencimiento más largo y por el hecho de que la devolución del principal se concentra en un pago único cercano al vencimiento. A cambio de la duración, los prestamistas exigen un mayor tipo de interés. Al igual que antes, dependiendo del horizonte temporal y del interés, estos préstamos se suman a los tramos de los préstamos bancarios.
- Junto a los préstamos a medio y largo plazo, la estructura sénior se completa habitualmente con el denominado crédito revolving (*revolving credit facility*). Se trata de una facilidad de tesorería flexible que permite a la compañía disponer, amortizar y volver a disponer de los fondos dentro de un límite máximo y un plazo pactados, adaptándose dinámicamente a sus necesidades de liquidez. Su función principal es cubrir las necesidades operativas de circulante (*working capital*), a diferencia de los tramos de deuda a largo plazo destinados a inversión o adquisición. Financieramente, esta figura suele implicar el pago de intereses sobre la cantidad dispuesta y el devengo de una comisión por el “derecho a disponer” sobre el saldo no utilizado.

En general, la deuda senior está fuertemente garantizada y protegida por cláusulas contractuales de mantenimiento y por ello presenta el menor riesgo dentro de la estructura de financiación, lo que se traduce en un coste de capital relativamente bajo para el prestatario, si se compara con los instrumentos situados en niveles subordinados.

2.3.2 Deudas de segundo gravamen o *Second lien debt*

Por debajo de la deuda sénior puede incorporarse deuda *second lien*, que ocupa una posición intermedia en la jerarquía de la estructura de capital. Desde el punto de vista de los flujos de caja, la *second lien* suele tener un tratamiento similar al de la deuda sénior en términos de cobro de intereses y amortización de principal. Sin embargo, su prioridad respecto de las garantías es claramente inferior, ya que la *second lien* está garantizada en un segundo rango sobre los mismos activos que aseguran la deuda sénior.

Es decir, en caso de liquidación, los acreedores de una deuda senior cobran íntegramente sobre los activos pignoralos y solo el remanente, si lo hubiera, se destina a satisfacer las reclamaciones de los acreedores *second lien*. Este mayor riesgo de recuperación se compensa con una remuneración más elevada.

A pesar de que, en el estudio hecho por María Cruz Manzano para el Banco de España (2007), se entiende que la deuda *second lien* es deuda subordinada, lo cierto es que la literatura discrepa (Pearl & Rosenbaum, 2009, pág. 184). La deuda *second lien* comparte la misma “cesta” de garantías que la deuda senior en sentido estricto. Sin embargo, en caso de impagos, esa garantía beneficia de forma prioritaria primero a la deuda senior y luego a la deuda de segundo gravamen.

2.3.3 Deuda subordinada

Por debajo de la deuda sénior y, en su caso, de la deuda *second lien*, puede incorporarse deuda subordinada estricta. Se trata de financiación que, por pacto contractual, no tiene garantías y queda postergada en el orden de cobro. Suele presentar vencimientos más largos, amortización tipo americana y tipos de interés sensiblemente superiores a los de la deuda sénior o *second lien*.

Dentro de la deuda subordinada destacan los bonos *high yield* o bonos de alto rendimiento, las deudas *mezzanine* y las *Pik Notes*.

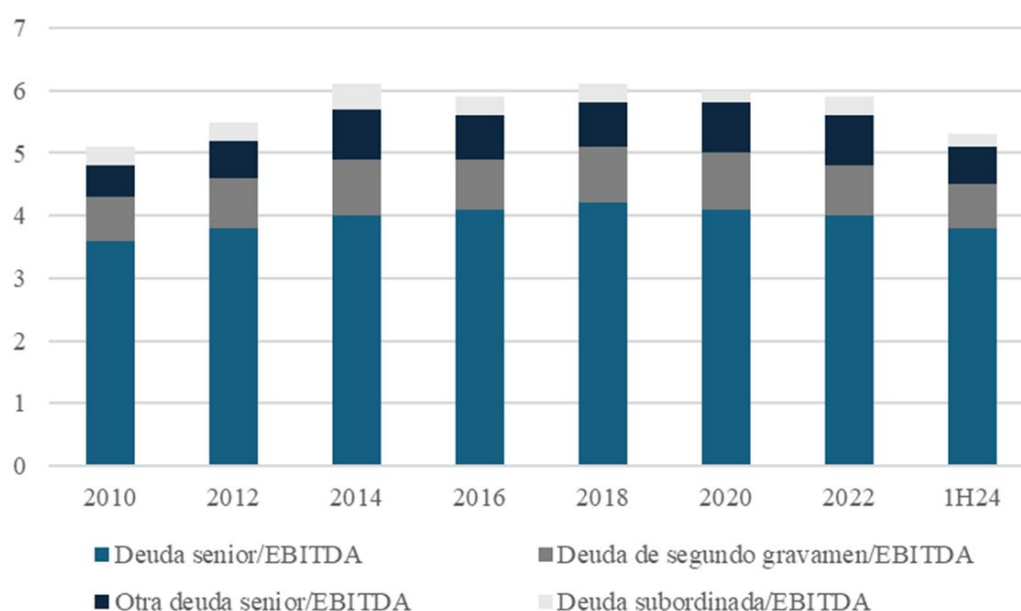
Los primeros, se emiten en los mercados de capitales y suelen ser instrumentos no garantizados, con cupones fijos elevados y bajas calificaciones crediticias.

La deuda *mezzanine* por su parte, es un instrumento de financiación híbrido, es decir, tiene características propias de un préstamo (plazo fijo, intereses, y garantías), y de capital (subordinada a la financiación bancaria, y posibilidad de tener derechos de propiedad y participación en beneficios).

Finalmente, las *Pik Notes*, son un tipo de instrumento de deuda donde los intereses no se pagan con dinero en efectivo (*cash*), sino emitiendo más deuda. Por ejemplo, si hay un préstamo de 100€ al 10% de interés anual, los 10€ que deberían ser pagados en concepto de intereses se van a sumar al principal. Se trata de una especie de deuda de cupón cero en la que los intereses no pagados se suman al valor nominal. A pesar de que las *Pik Notes* pueden ser confundidas por un préstamo normal capaz incluso de ser senior, lo cierto es que es una deuda estructuralmente subordinada porque suele emitirse desde la sociedad holding y cobran solo después de toda la deuda senior. Al capitalizar los intereses en lugar de pagarlos, la deuda crece exponencialmente, asumiendo un riesgo similar al de las acciones (*equity*).

A modo de aclaración para el lector, a continuación, se muestra un gráfico sobre la importancia que ha tenido cada tipo de endeudamiento en los últimos años:

Tabla 2.3: Tipos de financiación utilizada en operaciones LBO como múltiplos de EBITDA



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Pitchbook (2024)

2.4 Distribución del riesgo

De lo visto hasta ahora, es preciso entender que, en una compra apalancada, la posición económica real de cada acreedor viene determinada por dos planos distintos, pero plenamente compatibles.

Por un lado, tal y como se ha visto al hablar de la estructura societaria de una LBO, influye el nivel de la “cascada” societaria en el que se sitúa la deuda: los préstamos contratados en la sociedad operativa donde están los activos y se generan los flujos de caja, son estructuralmente sénior frente a la deuda ubicada en sociedades holding intermedias o en la matriz (HoldCo), siempre que estas no cuenten con garantías de primer rango sobre los activos de la operativa.

Por otro lado, dentro de cada entidad del grupo opera la subordinación contractual entre instrumentos, que ordena los créditos según su rango jurídico (deuda sénior garantizada, deuda *second lien* garantizada y deuda subordinada).

En este sentido, hay que tener en cuenta que la estructura societaria es “preferente” al carácter contractual de la deuda. Así pues, una deuda senior de la HoldCo está menos “protegida” que una deuda *mezzanine* de la NewCo porque la deuda de la NewCo tiene un crédito directo contra la sociedad que tiene los activos y genera el *cash flow*. La deuda de la HoldCo solo tiene, en principio, un derecho sobre las acciones de esa NewCo y solo puede cobrar lo que después de que la NewCo haya pagado toda su deuda (sénior, *second lien* y subordinada). Eso es lo que se llama subordinación estructural (Thomson Reuters, 2025): la deuda del holding está estructuralmente subordinada a la deuda de las filiales.

Dicho esto, se podría describir el orden de prelación en la financiación de una operación LBO tal y como muestra en la tabla 2.4.

Tabla 2.4: Prelación financiación LBO

Target Company	Deuda senior	Green
	Deuda second lien	Green
	High Yield Bonds	Green
	Deuda Mezzanine	Green
	Pik Notes	Green
	Capital social	Green
NewCo	Deuda senior	Yellow
	Deuda second lien	Yellow
	High Yield Bonds	Yellow
	Deuda Mezzanine	Yellow
	Pik Notes	Yellow
	Capital social	Yellow
Holdco	Deuda senior	Orange
	Deuda second lien	Orange
	High Yield Bonds	Orange
	Deuda Mezzanine	Orange
	Pik Notes	Orange
	Capital social	Orange

Fuente: Elaboración propia

3. Tipos de compras apalancadas

Una vez definida la noción general de las compras apalancadas y analizada su estructura financiera básica, resulta útil sistematizar las distintas tipologías existentes. En la práctica, aunque todas comparten el uso intensivo de deuda, las LBOs se agrupan en función de cuatro criterios recurrentes: quién promueve la operación, la naturaleza de la empresa adquirida, la estrategia de creación de valor y, finalmente, el impacto estructural o financiero sobre la compañía objetivo.

3.1 Según el promotor de la operación

Desde esta perspectiva, cabe distinguir cinco grandes familias de LBOs:

3.1.1 LBO tradicional o *institutional buyout* (IBO)

Es la modalidad clásica liderada por un sponsor financiero (fondo de capital riesgo) que negocia la compra. El equipo directivo de la target permanece como agente contratado, a menudo con incentivos, pero sin rol de promotor ni control accionarial significativo.

3.1.2 *Management buyout* (MBO)

El equipo directivo actual toma la iniciativa de comprar la compañía, generalmente con el respaldo de un sponsor, bajo la premisa de gestionarla con mayor autonomía.

Un ejemplo paradigmático fue la operación de Dell Inc. (2013), donde Michael Dell lideró la compra apalancada sobre la empresa que fundó (Navas & Guerras, 2007).

3.1.3 *Management Buy-in* (MBI)

La operación es promovida por un equipo de gestores externo que identifica oportunidades de mejora no explotadas por la dirección anterior. Un caso ilustrativo es la adquisición de Jaguar Land Rover (2008) por Tata Motors, que introdujo una nueva gestión especializada (Moonfare, 2025).

3.1.4 *Buy-in Management Buyout* (BIMBO)

En este caso se combinan los dos anteriores supuestos. Directivos internos se asocian con gestores externos para sumar experiencia acumulada y nuevas capacidades. Ejemplo de ello fue la operación sobre el minorista Primrose (PKF Smith Cooper, 2019).

3.1.5 *Employee Buyout* (EBO)

Son LBOs promovidas por el colectivo de trabajadores, frecuentemente ante situaciones de crisis o riesgo de quiebra, para preservar el empleo. El caso de United Airlines (1994), donde los empleados adquirieron el 55% del capital, es el referente histórico más notable (Los Angeles Times, 1994).

3.2 *Según la naturaleza de la empresa objetivo*

Atendiendo a la situación jurídica y organizativa de la *target company*, las operaciones se dividen en:

- *Public-to-Private* (PTP): LBOs sobre sociedades cotizadas que resultan en su exclusión de bolsa (*delisting*). Suelen justificarse por la infravaloración del mercado o el deseo de evitar la presión regulatoria del corto plazo (ej. el caso Dell).
- LBO sobre empresas privadas: Adquisiciones de compañías familiares o no cotizadas. Facilitan el relevo generacional o la monetización del patrimonio de los fundadores (ej. el caso Primrose).
- *Carve-out o Divisional Buyout*: Compra de una filial o división perteneciente a un gran grupo empresarial para gestionarla como entidad independiente. Como se explicó al inicio de esta primera parte del trabajo, el “*target*” no tiene que ser siempre una compañía también pueden ser unidades productivas individuales. El MBI de Jaguar Land Rover (vendida por Ford) encaja en esta tipología.

3.3 Según la estrategia de creación de valor

Más allá de la estructura, las LBOs se clasifican según el plan estratégico diseñado por el inversor:

- *Repackaging plan*: Consiste en excluir una compañía de bolsa, reestructurarla operativamente y volver a venderla o listarla con una valoración superior. Ejemplo: la compra de Burger King (2010) por 3G Capital (Hu, 2025).
- *Split-up plan*: Se basa en adquirir un conglomerado para desagregar y vender sus activos por partes, asumiendo que la suma de las partes vale más que el todo. Ejemplo: la LBO de Beatrice Companies (1986) por KKR (Hoover, 2021).
- *Portfolio plan (Leveraged Buildup)*: Utiliza la empresa adquirida como plataforma para integrar competidores (*add-on acquisitions*) y generar sinergias, consolidando un sector fragmentado. Ejemplo: XPO Logistics (McKinsey & Company, 2022).
- *Saviour plan*: Operaciones de rescate sobre empresas en dificultades financieras, buscando su viabilidad. Es el perfil de mayor riesgo (ej. United Airlines).

3.4 Según la estructura corporativa y el mecanismo de retorno

Finalmente, es fundamental clasificar las LBOs según si la operación conlleva una integración societaria o si se limita a una reestructuración del pasivo para retribuir al accionista:

- LBO de integración estructural: En estas operaciones, la compra apalancada culmina con una fusión entre el vehículo de adquisición (NewCo) y la empresa objetivo. Esta fusión, que puede ser tanto de la NewCo a la *Target (forward merger)* como a la inversa (*reverse merger*), es crucial para "empujar" la deuda de la adquisición al balance de la operativa, permitiendo que los flujos de caja de la target sirvan directamente al repago de la deuda y que los gastos financieros sean fiscalmente deducibles. Es el esquema estándar para asegurar la viabilidad financiera de la LBO a largo plazo. Ejemplo: Amadeus (2005).
- LBO de extracción de valor: En este esquema, no se busca necesariamente una reestructuración societaria inmediata, sino maximizar el retorno de los fondos a corto plazo. La empresa, ya bajo control del sponsor, emite nueva deuda no para financiar crecimiento, sino para pagar un dividendo extraordinario a sus accionistas (el fondo de capital riesgo) o recomprar acciones. Aunque aumenta el apalancamiento y el riesgo de la compañía, permite al inversor recuperar parte de su inversión inicial

(*equity*) rápidamente, independientemente de la mejora operativa real. En ocasiones, la financiación de estas actividades no se hace ni si quiera con deuda sino a cargo de los buenos resultados de la target. Ejemplo: Masmovil (2020).

4. La creación de valor en las LBO

4.1 *¿Qué entendemos por creación de valor en una LBO?*

En el contexto de una compra apalancada, la creación de valor se analiza desde la perspectiva del inversor financiero y no de la empresa o negocio adquirido. En términos financieros, el objetivo es maximizar el rendimiento sobre el capital propio invertido, que se suele medir mediante dos indicadores (Pearl & Rosenbaum, 2009, pág. 172): la tasa interna de retorno (TIR) de la inversión en *equity* y el múltiplo de dinero o *cash-on-cash* (relación entre el capital recuperado y el capital inicialmente aportado).

En su formulación más simple, el valor del *equity* al final de la operación viene determinado por la diferencia entre el valor de empresa (*enterprise value*; EV) y la deuda financiera neta en el momento de la desinversión:

$$\text{Equity (salida)} = \text{Valor del sociedad (salida)} - \text{Deuda neta (salida)}$$

La creación de valor para el accionista surge, por tanto, cuando el valor del *equity* a la salida supera el capital inicialmente aportado. En términos económicos, esta diferencia se materializa como una plusvalía de capital en el momento de la venta de la participación: cuanto mayor sea la diferencia entre el precio de transmisión del *equity* y la inversión inicial (*equity* inicial), mayor será el rendimiento global de la operación.

Rosenbaum y Pearl (2009) en su libro “*Investment Banking*” ilustran esta lógica con un ejemplo muy simple: un sponsor que aporta 250€ de *equity* al inicio de una operación y recibe 750€ cinco años después, obtiene una rentabilidad muy atractiva pues la TIR alcanza el del 24,6% y el múltiplo del dinero es de 3, como se desprende de los cálculos recogidos en la tabla 4.1.

Tabla 4.1: Demostración TIR

Año 0		Año 1		Año 2		Año 3		Año 4		Año 5	
-250	+	0	+	0	+	0	+	0	+	750	= 0
		(1+0,246)		(1+0,246) ²		(1+0,246) ³		(1+0,246) ⁴		(1+0,246) ⁵	

Fuente: Elaboración propia propia a partir datos Pearl & Rosenbaum (2009)

4.2 Mecánica básica de la creación de valor

Partiendo de la expresión presentada anteriormente, según la cual el valor del *equity* es igual al valor de empresa menos la deuda neta, puede concluirse que la creación de valor en una compra apalancada se articula, en esencia, a través de dos mecanismos principales y complementarios: Amortizando deuda o aumentando el valor de la empresa.

Para ilustrar cada una de estas vías, se plantea a continuación ciertos ejemplos inspirados también en el libro de Rosenbaum y Pearl anteriormente mencionado (Pearl & Rosenbaum, 2009, pág. 173).

Ejemplo 4.2.1: La *Sociedad A* realiza una compra apalancada sobre la *Sociedad B* por un valor de 1.000€. De esta cantidad 750€ son deuda y los 250€ restantes son *equity*. En este caso, la inversión se va a mantener por cinco años y la *Sociedad B* va a generar un flujo de caja libre acumulado de 500€ que va a ser utilizado íntegramente a amortizar la deuda. Como consecuencia, el valor de la entidad se mantiene constante en 1.000€, pero la deuda se reduce de 750 a 250€, de modo que el valor del *equity* pasa de 250€ a 750 €. El inversor triplica su inversión inicial (múltiplo de 3,0) y obtiene una TIR del 24,6%, sin necesidad de que aumente el valor de empresa.

Tabla 4.2: Demostración ejemplo 4.2.1

Asunciones	
Precio compra	1.000,00 €
Equity utilizado	250,00 €
Deuda utilizada	750,00 €
Deuda amortizada	500,00 €
Valor final empresa	1.000,00 €
Valor final equity	750,00 €
Rendimientos	
TIR	24,60%
Multiplicador del dinero	3,00

Fuente: Elaboración propia a partir datos Pearl & Rosenbaum (2009)

Ejemplo 4.2.2: La *Sociedad A* realiza una compra apalancada sobre la *Sociedad B* por un valor de 1.000€. De esta cantidad 750€ son deuda y los 250€ restantes son *equity*. En este caso, la inversión se va a mantener por cinco años y la *Sociedad B* va a generar un flujo de caja libre acumulado de 500€ que se va a reinvertir en la propia compañía. Como consecuencia, no se amortiza deuda durante el periodo, de forma que el saldo permanece en 750€, pero el EV aumenta en 5 años hasta 1.500€. La diferencia de 500€ se traslada íntegramente al valor del equity, que vuelve a situarse en 750€ al cabo de cinco años.

De nuevo, la TIR es del 24,6% y el múltiplo de 3,0x, pero ahora la creación de valor procede exclusivamente del incremento del valor de empresa.

Tabla 4.3: Demostración ejemplo 4.2.2

Asunciones	
Precio compra	1.000,00 €
Equity utilizado	250,00 €
Deuda utilizada	750,00 €
Deuda amortizada	- €
Valor final empresa	1.500,00 €
Valor final equity	750,00 €
Rendimientos	
TIR	24,60%
Multiplicador del dinero	3,00

Fuente: Elaboración propia a partir datos Pearl & Rosenbaum (2009)

En ambos supuestos, el accionista obtiene una plusvalía de 500€, equivalente a la diferencia entre los 750€ percibidos en la venta de su participación y los 250€ aportados inicialmente. El resultado es el mismo, pero los caminos seguidos son diferentes: en el primer escenario, mediante la reducción progresiva de la deuda; en el segundo, mediante la revalorización del activo subyacente. Conviene subrayar que estos dos escenarios representan casos extremos con fines puramente expositivos. En la práctica, la mayoría de las operaciones de compra apalancada combinan ambos mecanismos de forma simultánea.

4.3 El uso de la deuda para obtener una mayor TIR

Una vez expuestos los mecanismos a través de los cuales una compra apalancada puede crear valor, el siguiente paso es decidir cómo implementarlos en la práctica. La decisión clave consiste en fijar el porcentaje de deuda en la estructura de financiación inicial. La deuda, al ser un pasivo exigible, introduce obligaciones de pago y riesgo financiero; sin embargo, un mayor peso de la deuda implica una menor aportación de capital propio (*equity*), lo que tiende a multiplicar la TIR del sponsor siempre que el plan de negocio se cumpla.

Para entender mejor esta cuestión, se procede al igual que antes a mostrar dos supuestos analizados en el libro de Rosenbaum y Pearl (2009), en los que la situación es la misma. Una compañía de capital riesgo desea llevar a cabo una operación de compra apalancada sobre una empresa objetivo con un valor inicial de la empresa de 1.000€.

La NewCo que adquiere la sociedad tiene un horizonte de inversión de cinco años y prevé vender la compañía por 1.500€. Se asume una tasa impositiva del 40%¹ y un coste de la deuda del 8%. Durante esos cinco años, la empresa participada va a generar los siguientes beneficios operativos después de impuestos (NOPAT):

Año	1	2	3	4	5
NOPAT (€)	62	59,6	57,2	54,8	52,4

Ejemplo 4.3.1: En el primer escenario, la estructura inicial se compone de 750€ *equity* y 250€ de deuda. Los intereses anuales se calculan al 8% sobre la deuda viva de cada año y generan un escudo fiscal del 40%. El flujo de caja libre después de intereses y escudo fiscal (es decir, la caja disponible para amortizar principal, FCF) se recoge en la tabla 4.4.

Tabla 4.4: Cálculo flujo de caja libre para el ejemplo 4.3.1

	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Deuda (€)	250	200	150	100	50	0
NOPAT (€)	0	62	59,60	57,20	54,80	52,40
Intereses (8 %) (€)	0	20	16	12	8	4
Escudo fiscal 40 % (€)	0	8	6,40	4,80	3,20	1,60
FCF después de intereses (€)	0	50	50	50	50	50

Fuente: Elaboración propia

En este escenario, los 50€ de flujo de caja libre anual se destinan cada año a amortizar deuda, de modo que la compañía llega al quinto año con una deuda neta de cero. El valor de la empresa (EV) ha subido en cinco años hasta los 1.500€ que es en totalidad *equity*.

¹ Se escoge una tasa del 40% para evidenciar más la diferencia entre supuestos y la importancia del escudo fiscal.

Así pues, para el inversor, que había aportado inicialmente 750€, esto supone duplicar su inversión (múltiplo de 2,0), con una TIR aproximada del 14,9%.

Ejemplo 4.3.2: En el segundo escenario, la operación se financia con 750€ de deuda y 250€ de *equity*. El negocio subyacente es el mismo, por lo que los NOPAT anuales son idénticos a los del escenario anterior; lo que cambia es la cantidad de intereses a pagar y, en consecuencia, el flujo de caja libre disponible para amortizar principal:

Tabla 4.5: Cálculo flujo de caja libre para el ejemplo 4.3.2

	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Deuda (€)	750	724	699,15	675,51	653,14	632,09
NOPAT (€)	0	62	59,60	57,20	54,80	52,40
Intereses (8 %) (€)	0	60	57,92	55,93	54,04	52,25
Escudo fiscal 40 % (€)	0	24	23,17	22,37	21,62	20,90
FCF después de intereses (€)	0	26	24,85	23,64	22,38	21,05

Fuente: Elaboración propia

En este caso, el flujo de caja libre después de intereses es menor y eso hace que la deuda se amortice más lentamente y que la compañía llegue al quinto año con un valor de 1.500€, pero con una deuda neta de 632€ todavía. A pesar de la deuda, para el inversor, que había aportado inicialmente 250€, esto supone multiplicar su inversión 3,5 veces y obtener una TIR aproximada del 28,3%.

Si comparamos los dos resultados obtenidos se puede llegar a la conclusión de que una estructura con mayor deuda inicial amplifica la plusvalía obtenida por el sponsor y, en consecuencia, la TIR de la inversión. Ello se debe, por un lado, a la menor aportación inicial de capital propio y, por otro, al escudo fiscal asociado a la deducibilidad de los intereses, que incrementa el flujo de caja disponible.

No obstante, este mayor apalancamiento conlleva también un incremento del riesgo de impago y de destrucción de valor si el plan de negocio no se cumple (por ejemplo, si el NOPAT es inferior al previsto o si el valor de empresa no alcanza los 1.500€). A continuación, se muestra en una tabla la comparativa entre ambos supuestos.

Tabla 4.6: Comparativa ejemplo 4.3.1 y 4.3.2

Ejemplo 4.3.1		Ejemplo 4.3.2	
Asunciones		Asunciones	
Precio compra	1.000,00 €	Precio compra	1.000,00 €
Equity utilizado	750,00 €	Equity utilizado	250,00 €
Deuda utilizada	250,00 €	Deuda utilizada	750,00 €
Coste de la deuda	8%	Coste de la deuda	8%
Flujos de caja libres generados	250,00 €	Flujos de caja libres generados	117,90 €
Precio de venta	1.500,00 €	Precio de venta	1.500,00 €
Valor del equity final		Valor del equity final	
Valor de la empresa final	1.500,00 €	Valor de la empresa final	1.500,00 €
Deuda final	- €	Deuda final	632,00 €
Valor equity final	1.500,00 €	Valor equity final	868,00 €
TIR	14,90%	TIR	28,30%
Multiplicador del dinero	2	Multiplicador del dinero	3,5

Fuente: Elaboración propia a partir datos Pearl & Rosenbaum (2009)

4.4 ¿De dónde sale realmente la creación de valor? Palancas operativas y financieras

La mecánica expuesta en los apartados anteriores muestra cómo la combinación de deuda y crecimiento del valor de empresa se traduce en una plusvalía para el inversor. Además, se ha señalado que, siempre que el contexto sea favorable y el plan de negocio se cumpla, un mayor nivel de endeudamiento tiende a incrementar la rentabilidad del *equity*.

Sin embargo, sigue pendiente la cuestión verdaderamente esencial: ¿qué hacen las sociedades vehículo (NewCos) para que esos buenos resultados se materialicen? ¿Cuáles son sus principales estrategias? ¿De dónde procede, en la práctica, esa capacidad para generar caja y revalorizar la empresa adquirida?

En este contexto, la literatura suele hablar de “palancas” de creación de valor. El término no es casual: al igual que una palanca física permite mover una carga pesada aplicando una fuerza relativamente pequeña, las palancas financieras y operativas de una LBO permiten que cambios concretos en la gestión (mejoras de eficiencia, crecimiento del EBITDA, optimización fiscal, etc.) tengan un efecto desproporcionadamente elevado sobre el valor del *equity*, precisamente por la presencia de deuda.

A continuación, se describen algunos de los principales mecanismos que suelen emplearse en las compras apalancadas y que permiten, de forma combinada, amortizar deuda y aumentar el valor del *equity* para el sponsor:

- Mejora operativa y expansión de márgenes: Las firmas de capital riesgo suelen intervenir activamente en la gestión de la sociedad participada, aprovechando su experiencia sectorial para impulsar el crecimiento de los ingresos (lanzamiento de nuevos productos, refuerzo de las políticas comerciales y de marketing, adquisiciones complementarias, entrada en nuevos mercados, etc.) y optimizar la estructura de costes. Este tipo de actuaciones se traduce en un incremento del EBITDA y, en consecuencia, del valor de empresa cuando éste se determina mediante múltiplos sobre dicho indicador. La revalorización del EV contribuye directamente a la plusvalía de capital que el sponsor materializa en el momento de la desinversión.
- Reducción de conflictos de agencia y disciplina financiera: Las LBOs también permiten mitigar los problemas de agencia característicos de muchas sociedades cotizadas con accionariado muy disperso. Tras la operación, la empresa pasa a estar controlada por un número reducido de inversores financieros, que conforman consejos de administración de menor tamaño y con fuerte presencia del sponsor. Este cambio, unido a la participación significativa del equipo directivo en el capital, alinea de forma más estrecha los incentivos de gestores y accionistas, favoreciendo decisiones orientadas a la generación de flujos de cajas y al desapalancamiento, en lugar de proyectos de inversión de rentabilidad dudosa.
- Escudo fiscal asociado a la deuda: La elevada carga de deuda propia de las LBOs genera un escudo fiscal que reduce de forma significativa la factura impositiva durante el periodo de inversión. La deducibilidad de los gastos financieros, unida en muchos casos a la mayor base amortizable derivada de la revalorización de activos ², permite que una mayor proporción del resultado operativo se convierta en flujo de caja disponible para los accionistas. Este flujo de caja adicional se destina prioritariamente a amortizar deuda, acelerando el proceso de desapalancamiento y aumentando así el valor del *equity*.
- Timing de la salida y expansión de múltiplos: Finalmente, la literatura subraya la relevancia del momento de la desinversión y de la evolución de los múltiplos de mercado. Los sponsors tratan de salir de la inversión cuando el nivel de apalancamiento de la empresa se ha normalizado en relación con el sector y las condiciones de mercado son favorables, lo que suele traducirse en múltiplos de

² Tras una combinación de negocios, los activos pueden revalorizarse contablemente. Al aplicar los coeficientes de amortización sobre esta nueva base de valor superior, se incrementa el gasto deducible (sin salida de caja), reduciendo la base imponible del Impuesto sobre Sociedades.

valoración elevados. Si, además, el negocio ha mejorado y el múltiplo de salida es superior al múltiplo de entrada (*buy low, sell high*), la plusvalía de capital se incrementa de forma significativa. No obstante, esta fuente de valor depende en gran medida de factores externos al control del sponsor, por lo que se considera una palanca más incierta que la mejora operativa o el desapalancamiento.

En conjunto, estas palancas muestran cómo, más allá de la mera ingeniería financiera, las compras apalancadas tienden a generar valor económico real y transformarlo en plusvalías de capital para el accionista en el momento de la desinversión, combinando la amortización de deuda, la mejora del desempeño operativo y la revalorización del valor de empresa.

5. Pasos y modelización de una compra apalancada

Tras analizar la lógica económica de las compras apalancadas y los mecanismos a través de los cuales pueden generar valor, este apartado desciende al terreno estrictamente técnico para explicar, cómo se construye y utiliza un “Modelo Financiero de LBO”, que constituye la herramienta central para evaluar la viabilidad de la operación y la rentabilidad esperada para los inversores.

El funcionamiento de un modelo LBO es sencillo. Partiendo de la información disponible sobre una empresa objetivo-seleccionada cuidadosamente, se proyecta su desempeño operativo, se superpone sobre dichas proyecciones una estructura de financiación altamente apalancada y se analiza si el flujo de caja generado es suficiente para atender el servicio de la deuda y ofrecer al inversor unas rentabilidades acordes con sus exigencias. Toda esta información queda dentro del denominado modelo que concluirá con una hoja sumario que sintetiza las principales hipótesis y métricas de la operación.

El presente apartado toma como referencia el proceso explicado por Rosenbaum y Pearl (2009) en el libro “*Investment Banking*”. Los autores norteamericanos explican de una forma óptima y bastante sencilla, cuáles son los pasos que deben seguir las firmas de capital privado para diseñar, ejecutar y controlar de forma adecuada una operación de compra apalancada. En este apartado se procede a traducir y resumir tales pasos aportando, dentro de lo posible, ideas y apuntes personales. Al mismo tiempo se intenta adaptar la modelización a las normas contables españolas.

5.1 Primer paso: Elegir una buena empresa objetivo³

Antes de construir el modelo financiero de una compra apalancada, el primer paso consiste en determinar si la compañía candidata reúne las condiciones mínimas para soportar una estructura de capital altamente endeudada. La experiencia de las firmas de capital riesgo muestra que, aunque los sponsors pueden invertir en sectores y situaciones muy diversas, las operaciones de LBO más “típicas” comparten una serie de rasgos recurrentes en lo que respecta a la empresa objetivo:

- Fuerte y predecible generación de flujo de caja: La condición central de una buena empresa objetivo es que genere flujos de caja sólidos y relativamente estables, puesto que la deuda se amortiza con la caja del propio negocio. Sectores maduros o de nicho, con demanda estable, clientes recurrentes, marcas reconocidas y relaciones comerciales duraderas favorecen esa previsibilidad.
- Posiciones de mercado líderes y defendibles con oportunidades de crecimiento: Las firmas de capital privado priorizan empresas con posiciones líderes y defendibles, apoyadas en relaciones sólidas con clientes, notoriedad de marca, calidad percibida, economías de escala y estructuras de costes competitivas. Estas ventajas generan barreras de entrada y contribuyen a la estabilidad de los flujos de caja futuros. Además, aunque muchas LBOs se realizan sobre negocios maduros, se valora que la empresa disponga de palancas de crecimiento orgánico (nuevos productos, expansión geográfica, nuevos canales) e inorgánico (adquisiciones complementarias).
- Potencial de mejora de eficiencia: Además de ser un negocio sólido, es deseable que la empresa presente márgenes y niveles de eficiencia mejorables, de forma que el sponsor pueda capturar valor mediante cambios de gestión. Entre las palancas típicas figuran la reducción de costes generales y administrativos, la simplificación organizativa, la optimización de la cadena de suministro, la renegociación con proveedores y clientes y la implantación de sistemas de información y control más avanzados.
- Requerimientos moderados de inversión (*capex*): Otro rasgo deseable es que la empresa requiera un *capex* de mantenimiento relativamente bajo. Un menor *capex* libera más caja para intereses y amortización, facilitando el desapalancamiento. En este sentido, es importante distinguir entre *capex* de mantenimiento, necesario para

³ (Pearl & Rosenbaum, 2009, págs. 168-169)

conservar la capacidad instalada, y *capex* de crecimiento, más flexible y ajustable en función del entorno y de las prioridades de reducción de deuda.

- Base de activos sólida: Una base de activos materiales y de calidad resulta especialmente relevante para los prestamistas, ya que los activos pignorables aumentan las garantías de recuperación del principal en caso de insolvencia y pueden abaratar la financiación.
- Equipo directivo contrastado: Finalmente, un equipo directivo experimentado y fiable es crítico en una estructura altamente apalancada, donde se requiere disciplina financiera y capacidad de ejecución. Cuando la empresa cuenta con un buen equipo gestor, la firma de capital privado intenta retenerlo y reforzar sus incentivos mediante esquemas de participación en el capital, alineando sus intereses con los del fondo.

5.2 Segundo paso: Localización y análisis de la información necesaria⁴

Este paso consiste en reunir y analizar de forma sistemática la información disponible sobre la propia compañía y su sector. El objetivo no es todavía construir el modelo, sino comprender el negocio lo suficiente como para formular hipótesis razonables sobre su evolución futura, ya que la solidez del modelo LBO depende en gran medida de la calidad de los datos de partida.

En términos prácticos, esta fase persigue obtener, al menos, los siguientes bloques de información:

- Estados financieros históricos de varios ejercicios (normalmente tres años).
- Proyecciones operativas elaboradas por la dirección (ventas, costes, EBITDA, *capex*, capital circulante, etc.) para un horizonte de entre cinco y diez años.
- Información sobre la estructura de capital y la deuda existente, incluyendo tipos de interés, vencimientos, garantías y cláusulas contractuales.
- Datos cualitativos sobre el negocio y el sector (cuota de mercado, principales competidores, barreras de entrada, sensibilidad al ciclo, regulación aplicable, etc.).

Solo una vez completada esta fase y organizada la información de forma coherente, el analista está en condiciones de abordar el siguiente paso de la modelización, esto es, la construcción del modelo “Pre-LBO”.

⁴ (Pearl & Rosenbaum, 2009, pág. 198)

5.3 Tercer Paso: Construcción del modelo “Pre-LBO”⁵

Una vez seleccionada la empresa objetivo y recopilada la información necesaria, el siguiente paso consiste en construir el denominado modelo pre-LBO. Se trata de un modelo financiero de tres estados (cuenta de resultados, balance y estado de flujos de efectivo) que proyecta la evolución de la compañía como si la operación de compra apalancada no se hubiera ejecutado todavía. Este ejercicio permite evaluar la situación actual de la empresa e identificar los principales pilares sobre los que se apoyará su crecimiento. A tal efecto, el modelo pre-LBO se articula en tres sub-pasos que se desarrollan a continuación.

5.3.1 Elaboración de la cuenta de resultados histórica y proyección hasta EBIT

El primer sub-paso consiste en introducir en el modelo la información histórica de la cuenta de resultados de la empresa (habitualmente, los tres últimos ejercicios) y proyectarla hasta el nivel de EBIT, dejando fuera por el momento los gastos financieros y el resultado neto, que cambiarán de forma sustancial tras la compra apalancada. Para llevar a cabo este paso, no se tienen en cuenta los elementos no recurrentes (reestructuraciones puntuales, resultados extraordinarios, litigios, etc.) con el fin de obtener una serie “normalizada” que sirva de base para las proyecciones.

Las proyecciones operativas elaboradas por la dirección se incorporan al modelo a través de una serie de hipótesis que pueden ser diferentes y que hasta cierto punto dependen del equipo de análisis.

A modo ilustrativo y de la misma forma que se hace en el libro que se está tomando como referencia, desde este apartado se va a acompañar la teoría con un ejemplo práctico de una empresa española ficticia denominada Anayet S.A. En este ejemplo, las hipótesis que se utilizan para proyectar la cuenta de pérdidas y ganancias son las que se recogen en la tabla 5.1.

⁵ (Pearl & Rosenbaum, 2009, págs. 198-206)

Tabla 5.1: Hipótesis para el PyG de Anayet S.A.

	Año 1	Año 2	Año-3	Año-4	...	Año 10
Ventas (% crecimiento anual)	8%	6%	4%	3%	...	3%
Coste de los bienes vendidos (% sobre ventas)	60%	60%	60%	60%	...	60%
Gastos administrativos (% sobre ventas)	25%	25%	25%	25%	...	25%
Otros gastos (% sobre ventas)	0%	0%	0%	0%	...	0%
Depreciación y amortización (% sobre ventas)	2%	2%	2%	2%	...	2%
Gastos por intereses	3%	3%	3%	3%	...	3%
Tasa impositiva	35%	35%	35%	35%	...	35%

Fuente: Elaboración propia inspirada en Pearl & Rosenbaum (2009)

A través de estas hipótesis y los datos históricos, se proyecta la cuenta de pérdidas y ganancias (datos en Mn€) en la siguiente tabla 5.2.

Tabla 5.2 PyG Anayet S.A. en Mn€

	Datos históricos				Datos proyectados					
	Año -3	Año -2	Año -1	12 meses	Año 0	Año 1	Año 2	...	Año 9	Año 10
Ventas	1170,00	1275,30	1387,53	1465,53	1499,92	1619,91	1717,10	...	2132,32	2196,29
% Crecimiento	NA	9%	9%	NA	8%	8%	6%	...	3%	3%
Coste de los bienes vendidos	707,85	769,01	832,52	879,32	899,95	971,95	1.030,26	...	1.279,39	1.317,78
Margen bruto	462,15	506,29	555,01	586,21	599,97	647,96	686,84	...	852,93	878,52
% sobre ventas	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	...	40%	40%
Gastos administrativos	298,35	322,65	346,88	366,38	374,98	404,98	429,28	...	533,08	549,07
% sobre ventas	26%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	...	25%	25%
Otros gastos	-	-	-	-	-	-	-	...	-	-
EBITDA	163,80	183,64	208,13	219,83	224,99	242,99	257,57	...	319,85	329,44
% Sobre ventas	14%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	...	15%	15%
Depreciación y amortización	23,40	25,51	27,75	29,31	30,00	32,40	34,34	...	42,65	43,93
EBIT	140,40	158,14	180,38	190,52	194,99	210,59	223,22	...	277,20	285,52
% Sobre ventas	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	...	13%	13%
Gastos financieros	Se calculará más adelante									
EBT						210,59	223,22	...	277,20	285,52
Impuestos						73,71	78,13	...	97,02	99,93
Beneficio neto						136,88	145,10	...	180,18	185,59
% sobre ventas						8%	8%	...	8%	8%

Fuente: Elaboración propia inspirada en Pearl y Rosenbaum (2009)

5.3.2 Balance de apertura y proyección de las partidas

El segundo sub-paso se centra en la construcción del balance de apertura, que se obtiene de los estados financieros auditados o del memorando de información confidencial (CIM). A partir de este balance, se realizan tres actuaciones principales:

- Registro de nuevas partidas necesarias para el futuro LBO, como las nuevas líneas específicas para los distintos tramos de deuda.
- Inserción de columnas de “ajustes” que, más adelante, recogerán los movimientos derivados de la operación (cancelación de deuda existente, nuevo endeudamiento, reconocimiento del fondo de comercio, etc.) y permitirán pasar del balance de apertura al balance de cierre en la fecha de adquisición.
- Proyección de las partidas operativas del balance (activo corriente, pasivo corriente operativo, inmovilizado, otros activos y pasivos a largo plazo) para todo el periodo de proyección, utilizando hipótesis coherentes con la cuenta de resultados.

En esta fase todavía no se modeliza la amortización de deuda ni los cambios en la estructura de capital, dado que el LBO no se ha “incorporado” aún al modelo. Para la deuda existente que vaya a refinanciarse en la transacción, suele asumirse una deuda constante durante todo el periodo pre-LBO.

A continuación, se continúa con el ejemplo de Anayet S.A. Las hipótesis utilizadas son las siguientes:

Tabla 5.3: Hipótesis para el balance de Anayet S.A. en Mn€

Debe		Haber	
Días de cuentas por cobrar	60,2	Días de cuentas por pagar	45,6
Días inventario en mano	76	% de gastos devengados no pagados sobre ventas	10%
% de otros activos corrientes sobre ventas	1%	% de otros gastos corrientes sobre ventas	2,5%
Inmuebles	Se tiene en cuenta amortización PYG	Patrimonio neto	Se suma el BN de PyG
Activos intangibles	Se mantienen constantes		

Fuente: Elaboración propia inspirada en Pearl & Rosenbaum (2009)

A través de estas hipótesis y los datos históricos, el balance proyectado tendría la estructura que se muestra en la figura 5.4. Es preciso recordar que hay partidas que se completarán posteriormente y que el activo intangible se mantiene constante (la misma cantidad que se amortiza, se reinvierte en forma de I+D).

Tabla 5.4: Balance de Anayet S.A.

	Año - 1	Ajustes	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	...	Año 10
Efectivo	30,00	Se calculará más adelante	30,00	Se calculará más adelante				
Clientes	247,38		247,38	267,17	283,20	294,53	...	362,24
Existencias	187,39		187,39	202,38	214,52	223,10	...	274,39
Otros activos corrientes	15,00		15,00	16,20	17,17	17,86	...	21,96
Total Activo corriente	479,77		479,77	485,75	514,90	535,49	...	658,59
Inmuebles	727,25		727,25	694,85	660,51	624,79	...	342,91
Activos intangibles	195,80		195,80	195,80	195,80	195,80	...	195,80
Otros activos no corrientes	83,91		83,91	83,91	83,91	83,91	...	83,91
Total Activo	1.486,73		1.486,73	1.460,31	1.455,11	1.439,99	...	1.281,21
Proveedores	112,43		112,43	121,43	128,71	133,86	...	164,63
Gastos devengados no pagados	149,99		149,99	161,99	171,71	178,58	...	219,63
Otros gastos corrientes	37,50		37,50	40,50	42,93	44,64	...	54,91
Total pasivo corriente	299,92		299,92	323,92	343,35	357,08	...	439,17
Línea de crédito revolving	0,00		0,00	0,00	0,00	0,00	...	0,00
Deuda senior	0,00		0,00	0,00	0,00	0,00	...	0,00
Deuda pre-existente	335,65		335,65	335,65	335,65	335,65	...	335,65
Deuda subordinada	0,00		0,00	0,00	0,00	0,00	...	0,00
Otros pasivos a largo plazo	27,97		27,97	27,97	27,97	27,97	...	27,97
Total Pasivo	663,54		663,54	687,54	706,97	720,71	...	802,79
Patrimonio neto	823,18		823,18	960,06	1.105,16	1.256,06	...	2.447,00
Total Patrimonio neto y pasivo	1.486,73		1.486,73	1.647,60	1.812,13	1.976,77	...	3.249,80

Fuente: Elaboración propia inspirada en Pearl & Rosenbaum (2009)

5.3.3 Estado de flujos de efectivo hasta las actividades de inversión

El tercer sub-paso consiste en elaborar el estado de flujos de efectivo hasta la sección de actividades de inversión, conectando la cuenta de resultados y el balance. El punto de partida es el beneficio neto proyectado en el punto 5.3.1, aunque en el modelo “Pre-LBO” este resultado está inflado porque aún no se incluyen los gastos financieros ni la amortización de la nueva deuda.

A continuación, se añaden los gastos que no implican salidas de efectivo y se ajusta por las variaciones en el capital circulante, calculadas a partir de las diferencias en las partidas del balance de la tabla 5.4. Luego, se deducen las inversiones en capital (capex) y otros flujos de inversión, obteniendo el flujo de caja libre antes de financiación. En muchas ocasiones, como sucede en el ejemplo que se está analizando, para llevar a cabo las proyecciones del capex hay que aplicar ciertas hipótesis.

Finalmente, en un modelo “Pre-LBO” no se tiene en cuenta el flujo de caja de financiación pues este se calculará una vez se separa la cuantía de la deuda a utilizar y su plan de amortización.

Así pues, sumando el flujo de caja operativo junto con el de inversión, se logra obtener un flujo de caja que, sumado al efectivo disponible de finales del año fiscal anterior, nos dará el importe de efectivo que faltaba por poner en nuestro balance.

Continuando con el ejemplo de Anayet S.A., el flujo de caja “Pre-LBO” asumiendo un 2% de capex sobre las ventas realizadas, tendría la siguiente forma:

Tabla 5.5. Flujos de efectivo de Anayet S.A. en Mn€

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
Beneficio neto	136,88	145,10	150,90	155,43	160,09	164,89	169,84	174,93	180,18	185,59
Amortización y depreciación	32,40	34,34	35,72	36,79	37,89	39,03	40,20	41,40	42,65	43,93
Clientes	-19,79	-16,03	-11,33	-8,84	-9,10	-9,37	-9,66	-9,94	-10,24	-10,55
Existencias	-14,99	-12,14	-8,58	-6,69	-6,89	-7,10	-7,31	-7,53	-7,76	-7,99
Otros activos corrientes	-1,20	-0,97	-0,69	-0,54	-0,55	-0,57	-0,59	-0,60	-0,62	-0,64
Proveedores	8,99	7,29	5,15	4,02	4,14	4,26	4,39	4,52	4,66	4,80
Gastos devengados no pagados	12,00	9,72	6,87	5,36	5,52	5,68	5,85	6,03	6,21	6,40
Otros pasivos corrientes	3,00	2,43	1,72	1,34	1,38	1,42	1,46	1,51	1,55	1,60
Flujo de caja operativo (FCO)	157,29	169,73	179,75	186,86	192,47	198,24	204,19	210,31	216,62	223,12
Inversiones en ANC (CAPEX)	-32,40	-34,34	-35,72	-36,79	-37,89	-39,03	-40,20	-41,40	-42,65	-43,93
Flujo de caja de inversión (FCI)	-32,40	-34,34	-35,72	-36,79	-37,89	-39,03	-40,20	-41,40	-42,65	-43,93
Flujo de caja de financiación (FCF)	Se calculará más adelante									
Flujo de caja libre (FCL)	124,89	135,39	144,04	150,07	154,58	159,21	163,99	168,91	173,98	179,20
Caja al inicio del periodo	30,00	154,89	290,28	434,32	584,39	738,97	898,18	1.062,17	1.231,08	1.405,06
Caja al final del periodo	154,89	290,28	434,32	584,39	738,97	898,18	1.062,17	1.231,08	1.405,06	1.584,25

Fuente: Elaboración propia inspirada en Pearl & Rosenbaum (2009)

Con el modelo pre-LBO correctamente construido y verificado, el analista dispone ya de una base sólida sobre la que introducir, en el siguiente paso, la estructura concreta de la transacción (precio de compra, fuentes y usos, nueva deuda y *equity*).

5.4 Cuarto Paso: Introducción de la estructura de transacción ⁶

Una vez construido el modelo pre-LBO, el siguiente paso consiste en “superponer” sobre ese escenario la operación de compra apalancada concreta. Esta actividad consiste en determinar el precio de compra de la sociedad target, construir un cuadro de fuentes de financiación y usos que se harán de los fondos obtenidos, y vincular estas fuentes y usos a las columnas de ajustes del balance (tabla 5.4) para obtener el balance final.

5.4.1 Supuestos de precio de compra

En este apartado, el primer paso consiste en fijar unos supuestos explícitos de precio de compra ya que de ellos dependerán tanto el volumen total de financiación necesario como

⁶ (Pearl & Rosenbaum, 2009, págs. 206-214)

la proporción relativa de deuda y capital propio. En la práctica, el precio de la sociedad target se calcula de múltiples maneras, pero dos de las más utilizadas son las siguientes:

- Si es una compañía privada: multiplicando el EBITDA de referencia (por ejemplo, el de los últimos doce meses) con un múltiplo. Esta multiplicación nos da directamente el EV (Enterprise value por sus siglas en inglés). Para calcular el precio de compra se debe restar el valor de la deuda neta que es igual a la deuda existente menos el efectivo.
- Si es una compañía cotizada: ofreciendo una cuantía atractiva por acción que multiplicada por el número total de acciones nos da el valor del patrimonio neto de la compañía. Si a este valor le sumamos el valor de la deuda neta se llega al EV.

Si se continúa con el ejemplo visto de Anayet S.A. y valoramos a la sociedad por su EBITDA de los últimos doce meses aplicándole un múltiplo de 7,5; el precio de la target será el siguiente:

Tabla 5.6: Precio de compra de Anayet S.A. en Mn€

Cálculo precio de compra	
Multiplo EBITDA	7,5
EBITDA últimos 12 meses	220
Enterprise Value (EV)	1649
Deuda total	-335,65
Efectivo	30,00
Precio de compra	1.343

Fuente: Elaboración propia inspirada en Pearl & Rosenbaum 2009

5.4.2 Cuadro de fuentes y usos de fondos

Definido el precio, el segundo paso de este apartado es construir el cuadro de fuentes de financiación y los usos que van a tener las mismas. En el siguiente la tabla 5.7. se explican los distintos tipos de fuentes y los usos a los que estas se pueden dedicar:

Tabla 5.7: Fuentes de financiación vs Usos

Fuentes de financiación	Usos de financiación
Deuda (punto 2.3)	El precio de adquisición
Aportación de capital del fondo	Amortización de la deuda existente
La caja disponible de la propia compañía adquirida	Pago de comisiones/costes de transacción

Fuente: Elaboración propia

En el caso de Anayet S.A., se puede imaginar que la estructura de las fuentes de financiación y los usos que estas tienen pueden ser diversos. A continuación, se presentan distintos supuestos de fuentes de financiación cuya finalidad es meramente demostrar que, en un proceso de estas características, las firmas de capital privado no tienen en cuenta un único modelo de financiación, sino que tienen en cuenta distintas posibilidades y mediante la modelización de cada una de ellas eligen la óptima.

Tabla 5.8: Escenarios fuentes y usos financiación para Anayet S.A. Mn€

Usos (en Mn€)		Fuentes en Mn€	Estructuras disponibles		
Comprar equity	1343		1	2	3
Pagar deuda	336	Crédito revolving	100	100	100
Gastos asociados a la deuda senior	20	Deuda senior A	0	185	0
Otros gastos	15	Deuda Senior B	668	519	556
Total	1714	Deuda senior C	0	0	0
		Deuda subordinada	445	445	556
		Aportación de capital del fondo	571	534	571
		Efectivo de la compañía	30	30	30
		Total fuentes de financiación	1.714	1.714	1.714

Fuente: Elaboración propia

En el ejemplo planteado, la línea de crédito no es como tal una fuente de fondos por lo que no se tiene en cuenta en el total. Sin embargo, es importante mencionarla puesto que aporta liquidez a la operación. En los siguientes pasos, se optará por la estructura 1 para continuar con el ejemplo.

Por otro lado, la deuda senior lleva asociados unos gastos de 20 Mn€. Conforme el PGC (NRV 9ª 3.1.1): “los pasivos financieros “se valorarán inicialmente por su valor razonable, que, salvo evidencia en contrario, será el precio de la transacción, que equivaldrá al valor razonable de la contraprestación recibida ajustado por los costes de transacción que les sean directamente atribuibles”. Conforme esta norma, la deuda senior en el caso de Anayet S.A. se registrará inicialmente por los 668 Mn€ de préstamo menos los 20 Mn€ de costes asociados al mismo.

A modo de simplificación, para el desarrollo de este ejemplo se asume una distribución lineal de los costes de transacción durante el tiempo que la deuda exista en el balance, que, como se verá a continuación, serán los siguientes 6 ejercicios a la compra. Contablemente, esto implica que se hará un devengo anual de un 17% del gasto que ajustará al alza y de forma simultánea, el valor contable del préstamo.

5.4.3 Vinculación al balance: columnas de ajustes y balance “Post-LBO”

El tercer y último paso antes de empezar con el modelo “Post-LBO” es traducir el cuadro de fuentes y usos al balance en la fecha de cierre del primer año. Para ello se utilizará la columna de ajustes mencionada en el punto 5.3.2.

Sin perjuicio de la cantidad de cuestiones que pueden aparecer en esta fase, es importante tener en cuenta que en la mayoría de los casos se van a dar los siguientes ajustes:

- Refinanciación de la deuda: Se da de baja la deuda preexistente (en el ejemplo de Anayet S.A. hablamos de 336 Mn€) y se registra la nueva estructura de financiación (445 Mn€ de deuda subordinada y 668 Mn€ de deuda senior a la que se le reducirán los 20 Mn€ de gastos asociados cómo se ha mencionado anteriormente).
- Nuevo asiento de patrimonio neto: El patrimonio neto previo se da de baja y el nuevo patrimonio neto reflejará la aportación de fondos realizada por la entidad adquiriente para tomar el control de la sociedad. En nuestro ejemplo, la adquiriente desembolsa 571 Mn€ para adquirir Anayet S.A. Sin embargo, a esta cantidad habrá que restarle la correspondiente a los gastos de transacción no asociados a la deuda (15 Mn€) quedando un patrimonio post-compra de 556 Mn€.
- Fondo de comercio: En una operación de este tipo, el fondo de comercio será la diferencia entre el precio pagado por el patrimonio neto de la sociedad adquirida y el valor del mismo (el patrimonio neto “Pre-LBO”). Por ejemplo, en Anayet S.A. se paga 1343 Mn€ por un patrimonio cuyo valor es de 823 Mn€ generándose un fondo de comercio de 520 Mn€.

Así pues, en el ejemplo de Anayet S.A, la distribución quedaría como se refleja en la tabla 5.9.

Tabla 5.9: Creación balance año cero de Anayet S.A.

	Año - 1	Ajustes	Año 0
Efectivo	30	-30	0
Clientes	247	0	247
Existencias	187	0	187
Otros activos corrientes	15	0	15
Total Activo corriente	480	-30	450
Inmuebles	727	0	727
Fondo de comercio	0	520	520
Activos intangibles	196	0	196
Otros activos no corrientes	84	0	84
Total Activo	1.487	490	1.977
Proveedores	112	0	112
Gastos devengados no pagados	150	0	150
Otros gastos corrientes	37	0	37
Total pasivo corriente	300	0	300
Línea de crédito revolving	0	0	0
Deuda senior	0	648	648
Deuda pre-existente	336	-336	0
Deuda subordinada	0	445	445
Otros pasivos a largo plazo	28	0	28
Total Pasivo	664	757	1.420
Patrimonio neto	823	-267	556
Total Patrimonio neto y pasivo	1.487	490	1.977

Fuente: Elaboración propia inspirada en Pearl & Rosenbaum (2009)

5.5 Quinto Paso: Elaboración del modelo “Post-LBO”

Una vez incorporada la estructura de la transacción al modelo mediante el cuadro de fuentes y usos y el balance de cierre del año 0, el siguiente paso consiste en completar el modelo “Post-LBO”, es decir, actualizar los estados financieros vistos en el punto 5.3 a través de una proyección de la deuda contraída para financiar la operación.

5.5.1 Construcción del calendario de deuda⁷

El calendario de deuda constituye el núcleo técnico del modelo post-LBO, ya que permite introducir de forma detallada los efectos de la estructura de financiación sobre los estados financieros de la compañía. Este calendario no solo sirve para calcular cada año el pasivo que se tiene que amortizar, sino también para ver cuál es la carga financiera anual.

En el caso de Anayet S.A., se parte de la hipótesis de que hay tres elementos a tener en cuenta:

⁷ (Pearl & Rosenbaum, 2009, págs. 215-230)

- La línea de crédito que, como se ha mencionado anteriormente, no es un pasivo en sí, genera un gastos financieros por su disponibilidad de 0,7 Mn€.
- La deuda senior de 648 Mn€ se amortiza lo máximo posible al año y su interés es variable pues depende del EURIBOR más un spread. Adicionalmente, es importante recordar que durante los primeros cuatro años tras la compra, Anayet S.A. debe reconocer el gasto financiero asociado a los costes de transacción y hacer que la deuda en libros vaya recuperando su valor nominal progresivamente.
- La deuda subordinada de 445 Mn€, que no se amortiza, tiene un interés del 10%.

Una vez se tienen en cuenta los elementos que componen la deuda generada por la operación LBO, hay que proyectar tanto los intereses a pagar como la deuda que se amortiza cada año. En el plano teórico, estos dos caracteres están relacionados el uno con el otro pues la deuda se amortiza con el flujo de caja que queda tras los flujos de caja operativos los cuales dependen de los intereses cargados en la cuenta de pérdidas y ganancias que son directamente proporcionales a la deuda existente en el balance.

A modo de simplificación, en el ejemplo con el que se está trabajando se entenderá que los gastos por intereses durante el primer año de la deuda senior equivalen a la multiplicación del valor de la deuda al final del año 0 por la tasa de interés del año uno. A través de esta hipótesis, se puede calcular el resto de los flujos de efectivo.

Tabla 5.10: Flujos de efectivo “post-LBO” y amortización deuda senior por Anayet S.A. en Mn€

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	...	Año 10
Beneficio neto	77,97	88,55	97,42	105,32	113,97	...	156,20
Amortización y depreciación	32,40	34,34	35,72	36,79	37,89	...	43,93
Gastos comisiones prepagadas de la deuda senior	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33	...	0,00
Flujo de caja del fondo de maniobra	-11,99	-9,71	-6,86	-5,35	-5,51	...	-6,39
Flujo de caja operativo (FCO)	101,72	116,52	129,61	140,09	149,68	...	193,74
Inversiones en activo no corriente (CAPEX)	-32,40	-34,34	-35,72	-36,79	-37,89	...	-43,93
Flujo de caja de inversión (FCI)	-32,40	-34,34	-35,72	-36,79	-37,89	...	-43,93
Flujo de caja para amortizar deuda senior	69,32	82,18	93,90	103,30	111,79	...	149,81
Deuda senior a efectos de intereses	578,23	496,06	402,16	298,86	187,07	...	0,00
Efectivo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	...	479,38
Deuda senior a efectos de balance	581,57	502,73	412,16	312,20	203,74	...	0,00

Fuente: Elaboración propia

Tabla 11: Cálculo gastos financieros y beneficio neto de Anayet S.A. para los cálculos de la tabla 5.10 en Mn€

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	...	Año 10
EBIT	210,59	223,22	232,15	239,12	246,29	...	285,52
Interés deuda senior (euribor+diferencial)	6,50%	6,65%	6,80%	7,10%	7,50%	...	8,75%
Gasto por interés deuda senior	-42,09	-38,45	-33,73	-28,55	-22,41	...	0,00
Gasto por deuda subordinada	-44,50	-44,50	-44,50	-44,50	-44,50	...	-44,50
Gasto por línea crédito	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70	...	-0,70
Amortización costes de la deuda	-3,33	-3,33	-3,33	-3,33	-3,33	...	0,00
EBT	120,0	136,2	149,9	162,0	175,3	...	240,3
BN (Tasa impositiva del 0,35)	77,97	88,55	97,42	105,32	113,97	...	156,20

Fuente: Elaboración propia

Respecto a la predicción de flujos de caja de Anayet S.A. para la estructuración del calendario de deuda, no se ha considerado la amortización del fondo de comercio surgido en la operación. De conformidad con la NRV 6ª del PGC, este activo se debe amortizar contablemente en un plazo de 10 años. No obstante, de cara a simplificar el ejemplo y no entrar en nuevas cuestiones ajenas a las compras apalancadas, se ha obviado tal precepto. A modo de simplificación, basta con entender que desde la perspectiva fiscal, el artículo 12.2 de la LIS limita la deducibilidad de dicha amortización a un máximo anual de la veintava parte de su importe (5%) y que, como consecuencia de esta discrepancia entre la normativa contable y la fiscal, se debería reconocer un activo por diferencias temporarias en el Balance. Sin embargo, al entender en este ejemplo que el fondo de comercio no se amortiza, también se obvia la partida de activos por diferencias temporarias.

5.5.2 Cuenta de resultados “Post-LBO”: del EBIT al Beneficio neto

Una vez construido el calendario de deuda, el siguiente sub-paso es completar la parte inferior de la cuenta de resultados. En el punto anterior ya se ha utilizado la cuenta de pérdidas y ganancias para calcular el flujo de caja disponible para amortizar la deuda, sin embargo, en este punto se recrea la cuenta de pérdidas y ganancias en su totalidad. Para ello se tendrá en cuenta los intereses de la deuda, la amortización del fondo de comercio y otros gastos o ingresos financieros entre los que se encontraran los cinco millones relativos a los costes de transacción de la deuda senior. Volviendo al ejemplo de Anayet S.A., y a partir de las hipótesis mencionadas en la tabla 5.1 el PyG tendría la siguiente forma (parecida a lo visto en la tabla 5.11).

Tabla 12: PyG “post-LBO” de Anayet S.A. en Mn€

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	...	Año 10
Ventas	1.619,91	1.717,10	1.785,79	1.839,36	1.894,54	...	2.196,29
% Crecimiento	8%	6%	4%	3%	3%	...	3%
Coste de los bienes vendidos	-971,95	-1.030,26	-1.071,47	-1.103,62	-1.136,73	...	-1.317,78
Margen bruto	647,96	686,84	714,32	735,74	757,82	...	878,52
% sobre ventas	40%	40%	40%	40%	40%	...	40%
Gastos administrativos	-404,98	-429,28	-446,45	-459,84	-473,64	...	-549,07
% sobre ventas	25%	25%	25%	25%	25%	...	25%
Otros gastos	0	0	0	0	0	...	0
EBITDA	242,99	257,57	267,87	275,90	284,18	...	329,44
% Sobre ventas	15%	15%	15%	15%	15%	...	15%
Depreciación y amortización	-32,40	-34,34	-35,72	-36,79	-37,89	...	-43,93
EBIT	210,59	223,22	232,15	239,12	246,29	...	285,52
% Sobre ventas	13%	13%	13%	13%	13%	...	13%
Gastos financieros	-90,63	-86,99	-82,27	-77,09	-70,95	...	-45,20
EBT	119,96	136,23	149,88	162,03	175,34	...	240,31
Impuestos	-41,99	-47,68	-52,46	-56,71	-61,37	...	-84,11
Beneficio neto	77,97	88,55	97,42	105,32	113,97	...	156,20

Fuente: Elaboración propia

5.5.3 Balance “Post-LBO”

El tercer paso consiste en terminar de completar el balance para todos los años de la proyección, incorporando la nueva estructura de capital y su evolución.

Los cambios más grandes en este paso se dan lógicamente en el pasivo no corriente pero también en el patrimonio neto en donde se aumentan las reservas con el beneficio neto de cada año. Cabe recordar que si no estuviéramos en un ejemplo ficticio, en el activo se debería poder apreciar la progresiva amortización del fondo de comercio y el activo por diferencias temporarias que se crea, sin embargo, como se ha indicado antes, en el presente caso se obvian tales cuestiones.

Este paso es uno de los más importantes a la hora de la modelización de una compra apalancada puesto que solo si los datos se han introducido de forma sistemática conseguiremos unos balances en el que el debe concuerde con el haber. En el caso de Anayet S.A. vemos a continuación como quedaría el balance “post-LBO” continuando con las hipótesis mencionadas en la tabla 5.3.

Tabla 5.13: Balance “Post-LBO” de Anayet S.A. en Mn€

	Modelo Pre-LBO	Ajustes	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	...	Año 10
Efectivo	30,00	-30,00	0,00	0,00	0,00	0,00	...	479,38
Clientes	247,38	0,00	247,38	267,17	283,20	294,53	...	362,24
Existencias	187,39	0,00	187,39	202,38	214,52	223,10	...	274,39
Otros activos corrientes	15,00	0,00	15,00	16,20	17,17	17,86	...	21,96
Total, Activo corriente	479,77	-30,00	449,77	485,75	514,90	535,49	...	1.137,97
Inmuebles	727,25	0,00	727,25	727,25	727,25	727,25	...	727,25
Fondo de Comercio	0,00	519,89	519,89	519,89	519,89	519,89	...	519,89
Activos intangibles	195,80	0,00	195,80	195,80	195,80	195,80	...	195,80
Otros activos no corrientes	83,91	0,00	83,91	83,91	83,91	83,91	...	83,91
Total Activo	1.486,73	489,89	1.976,61	2.012,59	2.041,74	2.062,33	...	2.664,81
Proveedores	112,43	0,00	112,43	121,43	128,71	133,86	...	164,63
Gastos devengados no pagados	149,99	0,00	149,99	161,99	171,71	178,58	...	219,63
Otros gastos corrientes	37,50	0,00	37,50	40,50	42,93	44,64	...	54,91
Total pasivo corriente	299,92	0,00	299,92	323,92	343,35	357,08	...	439,17
Línea de crédito revolving	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	...	0,00
Deuda senior	0,00	647,55	647,55	581,57	502,73	412,16	...	0,00
Deuda preexistente	335,65	-335,65	0,00	0,00	0,00	0,00	...	0,00
Deuda subordinada	0,00	445,04	445,04	445,04	445,04	445,04	...	445,04
Otros pasivos a largo plazo	27,97	0,00	27,97	27,97	27,97	27,97	...	27,97
Total, Pasivo	663,54	756,94	1.420,48	1.378,49	1.319,08	1.242,25	...	912,18
Patrimonio neto	823,18	-267,05	556,13	634,10	722,66	820,08	...	1.752,63
Total, Patrimonio neto y pasivo	1.486,73	489,89	1.976,61	2.012,59	2.041,74	2.062,33	...	2.664,81

Fuente: Elaboración propia

5.5.4 Estado de flujos de efectivo “Post-LBO”

Por último, se completa el estado de flujos de efectivo para todo el periodo de proyección. En esta etapa, la clave es dejar reflejado cómo el flujo de caja generado por el negocio se aplica a la amortización de la deuda y cómo esto afecta a la tesorería año a año.

Puesto que la mecánica para calcular el estado de flujos de efectivo no cambia respecto lo explicado en la tabla 5.10, se procede a mostrar el estado de flujos “Post-LBO” de Anayet S.A.:

Tabla 5.14: Estado flujos efectivo “post-LBO” de Anayet S.A. en Mn€

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	...	Año 10
Beneficio neto	77,97	88,55	97,42	105,32	113,97	...	156,20
Amortización y depreciación	32,40	34,34	35,72	36,79	37,89	...	43,93
Gastos comisiones prepagadas de la deuda senior	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33	...	0,00
Clientes	-19,79	-16,03	-11,33	-8,84	-9,10	...	-10,55
Existencias	-14,99	-12,14	-8,58	-6,69	-6,89	...	-7,99
Otros activos corrientes	-1,20	-0,97	-0,69	-0,54	-0,55	...	-0,64
Proveedores	8,99	7,29	5,15	4,02	4,14	...	4,80
Gastos devengados no pagados	12,00	9,72	6,87	5,36	5,52	...	6,40
Otros pasivos corrientes	3,00	2,43	1,72	1,34	1,38	...	1,60
Flujo de caja operativo (FCO)	101,72	116,52	129,61	140,09	149,68	...	193,74
Inversiones en activo no corriente (CAPEX)	-32,40	-34,34	-35,72	-36,79	-37,89	...	-43,93
Flujo de caja de inversión (FCI)	-32,40	-34,34	-35,72	-36,79	-37,89	...	-43,93
Flujo de caja de financiación (FCF)	-69,32	-82,18	-93,90	-103,30	-111,79	...	0,00
Flujo de caja libre (FCL)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	...	149,81
Caja al inicio del periodo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	...	329,57
Caja al final del periodo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	...	479,38

Fuente: Elaboración propia

5.6 Sexto paso: Análisis de la operación LBO y síntesis de resultados⁸

Una vez que el modelo post-LBO está completamente vinculado y probado, el último paso consiste en utilizarlo como herramienta de análisis. El objetivo de esta fase es comprobar si la empresa puede soportar la estructura de capital propuesta bajo distintos escenarios y verificar si, al mismo tiempo, la operación ofrece retornos adecuados para el sponsor.

⁸ (Pearl & Rosenbaum, 2009, págs. 230-238)

5.6.1 Análisis de la estructura de financiación

El primer bloque del análisis se centra en evaluar si la estructura de deuda diseñada es sostenible a lo largo del periodo de proyección y si la compañía será capaz de pagar puntualmente los intereses de la deuda y amortizar la totalidad (o una parte sustancial) de la deuda bancaria dentro del plazo previsto. Para este bloque, se suelen utilizar un conjunto de ratios de crédito que versan sobre ambas cuestiones (tabla 5.15).

Tabla 5.15: Ratios de crédito

Ratios de apalancamiento	Ratios de cobertura
Deuda total / EBITDA	EBITDA / Intereses de deuda
Deuda senior / EBITDA	(EBITDA-CAPEX) / Intereses de deuda
Pasivo LP / Patrimonio neto	

Fuente: Elaboración propia

En el caso de Anayet S.A, la estructura inicial tras el LBO presenta un apalancamiento total de 5,67x EBITDA y un ratio de endeudamiento a LP del 1,66. A partir de ahí, el modelo muestra un desapalancamiento progresivo gracias a la generación de caja y al repago de deuda, con una mejora sustancial de los ratios.

Tabla 5.16: Ratios de crédito de Anayet S.A.

	año 1	año 2	año 3	año 4	año 5	...	año 10
Deuda total / EBITDA	5,67	5,12	4,64	4,18	3,71	...	2,77
Pasivo LP / Patrimonio neto	1,66	1,35	1,08	0,85	0,65	...	0,27
EBITDA / Intereses de deuda	2,68	2,96	3,26	3,58	4,01	...	7,29

Fuente: Elaboración propia

5.6.2 Análisis de retornos para el inversor

El segundo bloque consiste en determinar si la operación va a proporcionar al inversor una TIR y un múltiplo sobre el capital invertido acordes con sus exigencias.

Para calcular la rentabilidad de la operación, lo primero es conocer el *equity* de salida. Este valor se suele calcular, restándole la deuda neta al valor de la compañía en el año de salida que al igual que en la adquisición de la compañía, se suele calcular multiplicando el EBITDA por un múltiplo que, de forma conservadora, será un múltiplo igual o inferior al de entrada. Tras calcular el *equity* de salida, se puede calcular la TIR y el múltiplo de dinero cómo se explicó en el punto 4.1.

Lo normal es que una firma de capital privado que vaya a llevar a cabo una compra apalancada tenga en cuenta varios escenarios diferentes dependiendo del año de desinversión, la cantidad invertida o el múltiplo EBITDA utilizado. A modo de

simplificación, en el caso de Anayet S.A., se da por hecho que se va a mantener el múltiplo EBITDA utilizado para la compra y que la desinversión se produce el quinto año (tabla 5.17).

Tabla 5.17: Estrategia desinversión Anayet S.A.

Desinversión en el año 5	
EBITDA (en Mn€)	284,2
Múltiplo EBITDA	7,5
EV (en Mn€)	2131,4
Deuda neta (en Mn€)	600,7
Equity value (en Mn€)	1530,6
Equity inicial (en Mn€)	571,0
Duración inversión (años)	5,0
TIR	21%
Múltiplo dinero	2,6

Fuente: Elaboración propia inspirada en Pearl & Rosenbaum (2009)

5.6.3 Determinar el rango de valoración

El tercer paso de esta última fase consiste en traducir el análisis anterior en un rango de valoración implícito para la empresa objetivo. Desde la perspectiva del fondo de capital privado, lo que se busca es saber el precio máximo que se va a estar dispuesto a pagar por la empresa objetivo. Este precio viene determinado por las proyecciones hechas en el apartado anterior y se tendrá en cuenta si se cumplen o no las expectativas de los inversores. A pesar de que en este trabajo solo se ha tenido en cuenta una situación concreta, en el ejemplo de Anayet S.A. sabemos que el fondo aceptaría pagar 1.343 Mn€ por la sociedad puesto que según lo previsto se obtendrían unas rentabilidades atractivas para los inversores (21%) .

5.6.4 Página resumen de la transacción

Como se ha indicado en varias ocasiones, lo más común es que todas las conclusiones esenciales del modelo se concentran en una página de resumen de la transacción (*transaction summary page*), que actúa como “portada” del modelo LBO. En ella se muestran, de forma sintética y en un único lugar: las fuentes y usos de fondos; los múltiplos de adquisición; un resumen de la estructura de capital “Post-LBO”...

Se trata de un resumen de todo lo hecho hasta ahora en el que también se suelen prever distintos escenarios operativos y estructuras de financiación, de manera que el equipo de

la operación pueda revisar rápidamente el impacto de cualquier cambio en los supuestos sobre la capacidad de servicio de la deuda y la rentabilidad para el sponsor.

5.7 Conclusión de la modelización

A pesar de que el modelo que se ha desarrollado en el presente trabajo es un mero ejemplo ficticio en el cual se han utilizado hipótesis incompatibles con la práctica, la construcción realizada del modelo financiero busca explicar al lector la lógica detrás de una de las fases más importantes de las compras apalancadas. No es un mero ejercicio aritmético, sino la herramienta central que permite traducir la lógica económica de la compra apalancada a una realidad cuantificable y operativa. A través de los pasos recorridos, el modelo ha servido para validar la viabilidad de la operación desde tres perspectivas fundamentales:

- Capacidad de pago y sostenibilidad: El modelo Post-LBO ha permitido verificar si la generación de caja de la empresa objetivo (Anayet S.A.) es suficiente para atender el servicio de la deuda, asegurando que el apalancamiento, aunque elevado, se normalice progresivamente.
- Rentabilidad para el inversor: Al proyectar el equity de salida, se ha podido calcular la Tasa Interna de Retorno (TIR) y el múltiplo de dinero, confirmando si la operación cumple con las exigencias de retorno del sponsor (en el ejemplo, una TIR del 21%).
- Determinación del precio: Finalmente, el modelo actúa como brújula para la negociación, estableciendo el precio máximo que el fondo puede pagar (1.343 Mn€ en el caso de estudio) sin comprometer sus objetivos de rentabilidad.

En definitiva, la modelización integra las proyecciones operativas con la ingeniería financiera, permitiendo al analista evaluar riesgos mediante escenarios y tomar una decisión de inversión fundamentada antes de ejecutar la transacción.

6. Principales efectos positivos y negativos asociados a las compras apalancadas

Tras analizar las compras apalancadas desde una perspectiva económica, el presente apartado sirve para analizar las consecuencias positivas y negativas que estas operaciones tienen y que tanta controversia han generado. Lejos de ser operaciones neutras, las compras apalancadas afectan no sólo al inversor financiero, sino también a la empresa objetivo y a sus trabajadores. Estudios recientes con bases de datos muy amplias, muestran que los efectos de estas operaciones son heterogéneos si se tienen en cuenta a todo los implicados.

6.1 Principales efectos positivos

Desde la perspectiva de los inversores, la principal ventaja de las LBO es simple: permiten amplificar el retorno sobre el capital propio mediante un uso intensivo de deuda. El apalancamiento hace que pequeñas mejoras en el valor de la empresa objetivo se traduzcan en incrementos significativos del *equity* del fondo en el momento de la desinversión. Además, el alto nivel de deuda actúa como mecanismo disciplinador, reduciendo el “*free cash flow*” disponible para proyectos de bajo rendimiento y obligando a la dirección a priorizar inversiones con retornos elevados.

Desde el punto de vista de la empresa objetivo, una parte de la literatura destaca mejoras operativas tras el LBO. Diversos autores documentan incrementos de productividad y una reasignación de recursos hacia unidades más eficientes tras los buyouts, especialmente en determinadas categorías (Davis, y otros, 2021). El nuevo propietario suele aportar conocimiento sectorial, apoyo estratégico y capacidad de ejecución de cambios organizativos (profesionalización de la gestión, mejora de sistemas de información, optimización de costes y de la estructura de capital), lo que puede fortalecer la posición competitiva de la empresa objetivo.

Además, el debate público asocia con frecuencia las LBO a expedientes de regulación de empleo, sin embargo, la realidad es diferente. Ahora bien, los estudios demuestran que, mientras los buyouts sobre empresas cotizadas se asocian en promedio a caídas del empleo en la empresa objetivo, los buyouts sobre empresas privadas pueden, en cambio, registrar incrementos del empleo de magnitud similar en comparación con empresas de control.

Esto sugiere que, en determinados contextos, la disciplina financiera y el apoyo del private equity pueden facilitar expansión, apertura de nuevas unidades y creación de oportunidades de carrera para ciertos perfiles profesionales.

6.2 Principales efectos negativos

Para la empresa objetivo, el principal riesgo es el de sobreendeudamiento. La estructura típica de una LBO, tal y como se ha visto, implica niveles de deuda muy elevados, con calendarios de amortización exigentes. Si los flujos de caja no evolucionan como se esperaba (por ejemplo, por una recesión o un choque sectorial), la empresa puede enfrentarse a dificultades de liquidez, rebajas de rating, refinanciaciones forzosas o incluso insolvencia. Además, la obligación de atender el servicio de la deuda puede

incentivar infra-inversión en proyectos de largo plazo (I+D, marca, capital humano) y una mayor orientación hacia la generación de caja a corto plazo, con posibles efectos negativos sobre la sostenibilidad del modelo de negocio.

Desde la perspectiva de los trabajadores de la empresa objetivo, las LBO suelen implicar un riesgo elevado de ajustes laborales. Como se mencionó en el anterior apartado, hay autores que han llegado a la conclusión de que, en los *buyouts* de empresas cotizadas (*public-to-private*), el empleo en la empresa objetivo se reduce de manera significativa en los años posteriores a la operación, en torno a un 13% frente a empresas comparables que no son objeto de *buyout*. Asimismo, el salario medio por trabajador desciende de forma moderada (en torno al 1,7%), lo que elimina la prima salarial previa de estas empresas frente a sus comparables (Davis, y otros, 2021). Olsson y Tåg en un estudio sobre *buyouts* en Suecia en 2023, muestran que, cuando las empresas objetivo son adquiridas por determinados fondos domésticos de *private equity*, aumenta de forma clara el riesgo de desempleo y se reducen las rentas laborales de los trabajadores afectados, en algunos casos con una probabilidad de desempleo superior y caídas de salarios de varios puntos porcentuales respecto a trabajadores de empresas de control.

Por último, las LBO pueden generar costes para otros grupos de interés vinculados a la empresa objetivo. Acreedores y proveedores se enfrentan a un mayor riesgo de impago en escenarios adversos; las comunidades locales pueden sufrir los efectos de cierres de centros o deslocalizaciones y en muchas ocasiones el resto de los propietarios que se ven superados por el fondo de capital privado, ven como la “operativa” de su empresa cambia totalmente para poder responder a las rentabilidades de unos inversores que no se preocupan por la empresa objetivo. Aunque la literatura también reconoce que la reasignación de recursos hacia usos más productivos tiene beneficios agregados para la economía, estos beneficios se distribuyen de forma desigual y pueden concentrar los costes en los trabajadores y territorios directamente afectados.

7. Conclusiones económicas y financieras de las compras apalancadas

Tras realizar la "radiografía" económica y financiera de las compras apalancadas y someter su mecánica a una modelización práctica, se pueden extraer las siguientes conclusiones principales que dan respuesta a los objetivos planteados al inicio de este trabajo:

- El apalancamiento puede y debe funcionar como amplificador y no solo como una forma de financiación. Se ha evidenciado que la deuda en una LBO no actúa meramente como un recurso para cubrir el precio de adquisición, sino como una verdadera "palanca" financiera. Como se demostró en el punto 5 a través del ejemplo de Anayet S.A., la estructura de capital de una compra apalancada permite que el inversor maximice la Tasa Interna de Retorno, incluso en escenarios donde el valor de la empresa no crece exponencialmente. La clave reside en la capacidad de la compañía para utilizar sus propios flujos de caja para amortizar el principal, transformando progresivamente el valor de la empresa en *equity* para el accionista.
- La sofisticación estructural como necesidad de gestión del riesgo. El análisis de la estructura societaria y financiera revela que la complejidad de estas operaciones (uso de HoldCos, NewCos y tramos de deuda jerarquizados) no es azarosa, sino funcional. La subordinación estructural y contractual es indispensable para casar los intereses de los distintos acreedores con los riesgos que están dispuestos a asumir. Mientras que la deuda senior se protege con los activos de la operativa, los instrumentos híbridos o subordinados (como las PIK Notes o la deuda Mezzanine) permiten cerrar la brecha de financiación asumiendo un riesgo "cuasi-capital" a cambio de mayores rentabilidades.
- La generación de caja como piedra angular de la sostenibilidad. A través del modelo financiero "post-LBO", se concluye que la viabilidad de estas operaciones depende intrínsecamente de la capacidad de la *target company* para generar flujos de caja libres estables y predecibles. El modelo confirma que el "escudo fiscal" (deducibilidad de intereses) y la contención del CAPEX son vitales en los primeros años tras la adquisición para acelerar el desapalancamiento. Si la generación de EBITDA falla o el plan de negocio no se cumple, el apalancamiento pasa de ser un multiplicador de rentabilidad a un acelerador de la insolvencia.
- La creación de valor operativa frente a la ingeniería financiera. Aunque la ingeniería financiera es el motor de la LBO, es preciso mencionar que las operaciones más exitosas no se basan únicamente en el arbitraje de deuda, sino en la implementación de mejoras operativas. La entrada del capital privado suele imponer una fuerte "disciplina financiera" que reduce los conflictos de agencia y alinea los intereses de la dirección con los accionistas. Sin embargo, este enfoque cortoplacista orientado a la caja conlleva el riesgo de desincentivar inversiones estratégicas a largo plazo (I+D) que no generan retorno inmediato.

- La dualidad del impacto económico y social. Finalmente, el análisis de los efectos de las compras apalancadas arroja un balance heterogéneo. Desde la óptica del inversor y la eficiencia de mercado, son herramientas potentes de asignación de capital y reestructuración empresarial. No obstante, desde la perspectiva social y laboral, se ha constatado que estas operaciones pueden incrementar la vulnerabilidad del empleo y presionar los salarios a la baja, especialmente en operaciones *Public-to-Private*. Por tanto, la LBO se configura como un mecanismo de alta eficiencia financiera que requiere, no obstante, de una gestión prudente para no comprometer la sostenibilidad del tejido empresarial adquirido.

En definitiva, las compras apalancadas continúan siendo una pieza fundamental en el engranaje del capital privado global. Su éxito futuro, especialmente en un mercado español en crecimiento impulsado por marcos regulatorios favorables como la Ley "Crea y Crece", dependerá de la capacidad de los fondos para equilibrar la agresividad financiera con la creación de valor real y sostenible en las empresas participadas.

En concreto, la entrada en vigor de la Ley "Crea y Crece", marca un hito significativo para la industria del capital privado en España. Esta normativa no solo busca agilizar la constitución de sociedades, sino que introduce reformas estructurales diseñadas para mejorar la inversión colectiva y diversificar las fuentes de financiación empresarial, afectando directamente a la operativa de las compras apalancadas y al *private equity* en general.

Una de las novedades más trascendentales es la democratización del acceso a la inversión, al reducir el umbral mínimo de entrada para inversores minoristas en entidades de capital riesgo de 100.000 a 10.000 euros. Esta medida permite ampliar significativamente la fuente de ingresos por parte de las gestoras y aumentar la liquidez disponible en el sistema, un factor crítico para sostener el ritmo de operaciones en un entorno competitivo.

Asimismo, la normativa refuerza el ecosistema de financiación al reconocer y regular explícitamente los fondos de deuda, otorgando seguridad jurídica a una fuente de crédito alternativa a la bancaria.

Al combinar esta diversificación financiera con la flexibilización de requisitos para las sociedades gestoras y la ampliación del universo de activos invertibles, la Ley "Crea y Crece" configura un marco regulatorio más maduro que facilita a los fondos centrar sus esfuerzos en la gestión profesionalizada y el crecimiento.

III. Análisis legal de las compras apalancadas

1. Introducción al análisis legal de las compras apalancadas

Como se ha analizado en la primera parte de este trabajo, la compra apalancada se presenta como una herramienta financiera eficiente para la adquisición de empresas y la creación de valor. Sin embargo, la estructura financiera que hace viable esta operación, el uso de la deuda y su posterior traslado a la sociedad adquirida choca frontalmente con principios clásicos del derecho de sociedades en muchos ordenamientos jurídicos, incluido el español.

En el presente bloque se analizará este conflicto jurídico de una forma breve pues el núcleo principal del trabajo lo compone el primer apartado. Sin embargo, considero importante entender las razones por las que estas figuras si bien son atractivas para los inversores, están sujetas a ciertos requisitos legales.

2. Bienes jurídicos afectados

Como se ha explicado, la característica definitoria de una compra apalancada reside en su propia estructura de financiación: la deuda contraída para la adquisición termina siendo soportada, directa o indirectamente, por la sociedad adquirida (*target*), cuyos flujos de caja se convierten en la fuente primaria de financiación. Esta mecánica financiera, aunque habitual por su atractivo para las firmas de capital privado, puede acabar situándose bajo la órbita de la prohibición de asistencia financiera.

El concepto de asistencia financiera abarca cualquier escenario donde la sociedad objetivo facilita la adquisición de sus propias acciones o participaciones. En el contexto de una LBO, esto se materializa a través de mecanismos como la asunción directa de la deuda del comprador, la distribución de dividendos extraordinarios, la pignoración de activos sociales o, frecuentemente, mediante fusiones posteriores cuyo fin último es que el patrimonio de la adquirida responda de una deuda ajena.

En este sentido, la prohibición de asistencia financiera busca proteger principalmente dos bienes jurídicos esenciales que se ven amenazados por la agresividad financiera de estas operaciones.

- En primer lugar, la integridad del patrimonio social (Protección de los acreedores): El riesgo sistémico de una LBO es el sobreendeudamiento. Al cargar a la empresa con una deuda que no se destina a la actividad productiva sino a financiar un mero cambio de propiedad, se compromete su viabilidad futura. En este sentido, la normativa busca impedir que el patrimonio social, que constituye la garantía última de los acreedores, sea vaciado o expuesto a riesgos especulativos ajenos al objeto social de la compañía.
- En segundo lugar, el equilibrio en la estructura de decisión (Protección de los socios y paridad de trato): Desde una óptica de gobierno corporativo, la norma intenta frenar comportamientos oportunistas o "predatorios". Se prohíbe el uso instrumental de los recursos de la empresa por parte de administradores o grupos de control para financiar su propia toma de poder, evitando así que se alteren las mayorías de voto de forma artificial o que se vulnere el principio de igualdad de trato entre los accionistas.

Ahora bien, a pesar de que las compras apalancadas pongan en riesgo los mencionados bienes, el análisis sobre la licitud de una compra apalancada no debe ser puramente formalista, sino teleológico. La clave reside en determinar si la operación concreta vulnera estos intereses protegidos. Si la estructura financiera se diseña de tal modo que garantiza la solvencia de la compañía (salvaguardando el patrimonio) y se ejecuta bajo principios de transparencia y acuerdo (respetando a los socios), *la ratio essendi* de la prohibición se debilita, permitiendo defender la validez de la operación.

3. Regulación en España

El tratamiento jurídico de las compras apalancadas en España ha estado marcado por una constante tensión entre la prohibición general de asistencia financiera y la necesidad de dotar de seguridad jurídica a una operación habitual en el tráfico mercantil.

3.1 *Evolución histórica*

En España históricamente ha habido una postura particularmente rigurosa frente a la asistencia financiera. Ejemplo de ello es la regulación inicial existente en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (hoy refundidas en los artículos 143.2 y 150.1 de la LSC) por la que se prohibía a estas sociedades anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías o facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su Sociedad dominante por un tercero.

El punto de inflexión llegó con la Directiva 2006/68/CE, que modificó la Segunda Directiva para introducir un régimen de mayor flexibilidad. Esta norma europea marcó el camino hacia la legalización de las LBOs, permitiendo la asistencia financiera siempre que se cumplieran condiciones de mercado justas, aprobación de la junta y garantías de solvencia.

Siguiendo esta tendencia flexibilizadora europea, el legislador español promulgó la Ley 3/2009, sobre Modificaciones Estructurales (LME). Su artículo 35 reguló por primera vez la "fusión posterior a una adquisición con endeudamiento" lo que se ha venido llamando en este trabajo como *merger LBO*. Sin embargo, su redacción generó una profunda inseguridad jurídica al regular la necesidad de que un experto independiente determinara expresamente "si existía asistencia financiera", obligando a los auditores a pronunciarse sobre un concepto legal prohibido y creando una zona de incertidumbre sobre la validez de la operación .

Esta situación de incertidumbre se ha mantenido hasta la reciente aprobación del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio (RDL 5/2023). Esta norma, que deroga la anterior LME, regula en su artículo 42 la fusión apalancada, estableciendo el marco vigente actual que se analiza en el siguiente apartado.

3.2 Análisis de la normativa vigente

En los últimos años, la doctrina se ha debatido ante una aparente antinomia: por un lado, la prohibición general de asistencia financiera (arts. 143 y 150 LSC) y, por otro, la regulación procedimental específica de la fusión apalancada (actual art. 42 RDL 5/2023, antiguo art. 35 LME).

Ahora bien, coincido con muchos autores en que no nos hallamos ante una contradicción insalvable, sino ante un supuesto de especificación normativa. La prohibición de asistencia financiera no es un dogma absoluto, sino una norma cautelar cuyo fin es proteger el patrimonio social. Por tanto, cuando el legislador regula detalladamente la fusión apalancada, está estableciendo un cauce específico que, de cumplirse escrupulosamente, valida la operación.

Para ilustrar esta relación entre prohibición general y regulación específica, resulta esclarecedora la analogía de los límites de velocidad propuesta por Álvarez Royo-Villanova (2010). En el tráfico, conducir a una velocidad excesiva está prohibido porque genera un riesgo general; sin embargo, no basta con confiar en la pericia del conductor

caso por caso. El legislador establece límites y reglas específicas (señales, condiciones de la vía) que, si se respetan, convierten la conducción en una actividad lícita y segura. De igual modo, la fusión apalancada es una operación de riesgo inherente ("conducción peligrosa"), pero el artículo 42 del RDL 5/2023 actúa como ese "código de circulación" específico: establece los controles y garantías necesarios para que el riesgo no se materialice en perjuicio de terceros. Si se siguen estas reglas, la operación es válida; si se ignoran, se cae en la infracción (nulidad por asistencia financiera).

Así pues, el art 42 RDL 5/2023 consolida la vía de la especialidad estableciendo un "puerto seguro" consistente en tres pilares:

- El Proyecto de Fusión: Debe detallar los recursos y plazos previstos para la satisfacción de la deuda contraída por la sociedad resultante. Es decir, se exige transparencia absoluta sobre cómo se pagará el apalancamiento.
- El Informe de los Administradores: Debe justificar las razones de la adquisición y contener un plan económico y financiero con los objetivos a conseguir. Esto obliga a racionalizar la operación, demostrando que no es un mero expolio patrimonial, sino una decisión empresarial con sentido económico.
- El Informe de Expertos Independientes: Su función es validar la razonabilidad de las indicaciones anteriores. Al eliminarse la obligación de calificar jurídicamente la asistencia financiera, su rol se vuelve más técnico y económico: confirmar que el plan de repago es realista y no pone en peligro la solvencia de la compañía.

Fuera del estricto cumplimiento de este procedimiento, o en su interpretación, rige el principio general: la ilicitud de la asistencia financiera depende de la vulneración efectiva de los bienes jurídicos protegidos (integridad del capital y solvencia). Como señala la jurisprudencia reciente (STS 582/2023 de 20 de abril), se ha transitado de una nulidad automática a un enfoque casuístico y finalista.

Si la operación, pese a estar apalancada, cuenta con garantías suficientes y no descapitaliza a la sociedad adquirida en perjuicio de acreedores o socios minoritarios, no cabe aplicar la sanción de nulidad de forma mecánica.

3.3 Regulación en el resto del mundo

El análisis comparado resulta fundamental para contextualizar la posición de España en el mercado global de fusiones y adquisiciones. A continuación, se examina el tratamiento

legal en tres jurisdicciones de referencia mediante la información recopilada por Baker Mackenzie en su “*Global LBO guide*” (2015).

3.3.1 Reino Unido

Resulta paradójico que el sistema jurídico que originó la prohibición de asistencia financiera haya sido el que más decididamente la ha desmantelado para favorecer el mercado de capital riesgo. Actualmente, la normativa británica mantiene la prohibición estricta para las sociedades públicas (*public companies*), impidiéndoles prestar asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones.

Sin embargo, para las sociedades privadas (*private companies*), que son los vehículos habituales en los LBOs, no existen restricciones legales. Esto implica que una sociedad objetivo privada puede prestar garantías o financiar su propia adquisición sin incurrir en ilegalidad. La principal cautela que deben observar los administradores es el cumplimiento de sus deberes fiduciarios, debiendo actuar de manera que promuevan el éxito de la compañía (*corporate benefit*), cuestión que en la práctica se suele ratificar mediante resoluciones de los accionistas.

3.3.2 Alemania

El ordenamiento alemán presenta un esquema híbrido que distingue nítidamente según el tipo social:

- Sociedades Anónimas (AG): Rige una prohibición general de asistencia financiera (Sección 71a de la Ley de Acciones), similar a la española.
- Sociedades de Responsabilidad Limitada (GmbH): Para este tipo social, predominante en operaciones de *private equity*, la asistencia financiera es generalmente permitida.

El límite en las GmbH no es una prohibición de la operación per se, sino el estricto cumplimiento de las normas de mantenimiento del capital (*Capital Maintenance Rules*). La operación es válida siempre que los activos de la compañía no caigan por debajo del capital social registrado tras prestar la asistencia o garantía (Sección 30 GmbHG). Para mitigar la responsabilidad personal de los administradores, en la práctica se incluye en los contratos de financiación un lenguaje de limitación (*limitation language*) que restringe la ejecución de las garantías a los activos netos de la sociedad.

3.3.3 Estados Unidos

En Estados Unidos, el enfoque es radicalmente distinto al europeo. No existe una prohibición societaria general de asistencia financiera en las leyes corporativas estatales. La validez de la operación no depende de si la sociedad ayuda a comprar sus acciones, sino de las leyes de insolvencia y transmisión fraudulenta (*Fraudulent Transfer provisions*). El análisis legal se centra en un test económico (*Solvency Test*):

- ¿Recibe la sociedad un valor razonablemente equivalente a cambio de la garantía o deuda que asume?
- ¿Queda la sociedad insolvente o infracapitalizada tras la operación?

4. Conclusiones

La compra apalancada (LBO) es, como ya se ha mencionado, una herramienta eficiente para la dinamización del mercado de control corporativo, permitiendo la adquisición de empresas con recursos limitados y disciplinando la gestión mediante la deuda. Sin embargo, esta estructura financiera choca frontalmente con la tradicional protección del capital social, generando una tensión constante entre la necesidad de financiación (que requiere usar los activos de la target como garantía) y la prohibición de asistencia financiera.

En nuestro ordenamiento, la prohibición de asistencia financiera (arts. 143 y 150 LSC) ha dejado de interpretarse como un dogma formalista de nulidad automática. La doctrina y la jurisprudencia reciente del Tribunal Supremo han transitado hacia una visión finalista y casuística: para que exista ilicitud no basta con la mera conexión financiera, sino que debe acreditarse una vulneración efectiva de los bienes jurídicos protegidos (la integridad del patrimonio social y la igualdad de trato a los socios). Se protege, en definitiva, que la sociedad no sea expoliada, no la prohibición en abstracta. En este contexto general, la regulación específica de la fusión apalancada (art. 42 RDL 5/2023) no constituye una contradicción o antinomia, sino una especificación de la norma general.

Por último, en perspectiva comparada, el ordenamiento español ha superado su histórico aislamiento proteccionista para converger con los estándares internacionales, aunque con matices propios. Si bien no alcanzamos la flexibilidad casi total del modelo americano (donde prima el control ex post judicial), nos hemos alineado con la práctica europea más moderna (como la alemana). España ya no es un sistema "cerrado" a la asistencia financiera, sino un sistema de "apertura procedimental".

IV. Análisis de la adquisición apalancada (LBO) del grupo Cortefiel

1. Introducción y razón de elección de este caso práctico

Tras haber establecido las bases teóricas de las compras apalancadas y haber examinado el marco jurídico relativo a la asistencia financiera en España, resulta imprescindible aterrizar dichos conceptos mediante un análisis empírico. En este sentido, a continuación, se analiza la adquisición del Grupo Cortefiel, ejecutada por los fondos de capital riesgo CVC Capital Partners, PAI Partners y Permira entre los años 2005 y 2007.

La elección de este caso concreto, a pesar de su distancia temporal, no es arbitraria, sino que responde a la disponibilidad y transparencia de la información y las recientes noticias por las que se ha llegado a conocer que Multiply Group (holding de inversiones con sede en Abu Dabi) ha comprado el 67,91% de la compañía (Tendam Global Fashion Retail, 2025).

2. Contexto de la operación y estructura de los participantes

La operación analizada se contextualiza en el entorno financiero de mediados de la década de 2000, caracterizado por un acceso fluido a la financiación bancaria. En este escenario, los fondos inversores identificaron en Cortefiel, una empresa familiar con gran patrimonio inmobiliario y marcas sólidas, un objetivo ideal para una compra apalancada. La operación se estructuró de la siguiente forma:

- La Sociedad Vehículo MEP Retail España S.L.U. Identificada contablemente como la sociedad tenedora de las acciones tras la OPA. Su función en la primera fase de la operación fue puramente instrumental y es la que soportó inicialmente la carga de la deuda de adquisición. MEP Retail S.L.U. dependía directamente de MEP S.à.r.l, (a continuación, MEP) una sociedad luxemburguesa situada en la parte alta de la estructura y cuyo capital social se distribuía aproximadamente por tercios entre los fondos mencionados y ciertos directivos de Cortefiel (MEP Retail S.L.U., 2006)
- La Sociedad Absorbente o NewCo: Comercial Española del Vestido S.A.U. Según consta en los anuncios del BORME (2006), esta sociedad figura como la "Sociedad Absorbente". Aunque originalmente era una filial operativa del grupo, fue designada para liderar el proceso de integración societaria. Es relevante destacar que, tras la operación, esta sociedad cambiaría su denominación social a Tendam Retail S.A., tal y como figura en los estados financieros posteriores.

- La sociedad absorbida o target: Cortefiel S.A. Se trata de la matriz histórica del grupo textil, identificada en el proyecto de fusión con domicilio en Madrid.

3. Proceso de la operación

La transformación de Cortefiel de una empresa cotizada a una compañía privada bajo el control de capital riesgo no fue un acto único, sino un proceso secuencial ejecutado en tres fases diferenciadas.

3.1 *Obtención del control (OPA)*

El proceso se inició formalmente en 2005, cuando la sociedad vehículo MEP Retail España S.L.U. lanzó una Oferta Pública de Adquisición (OPA) sobre el 100% de las acciones de Cortefiel S.A.

La operación, que valoró la compañía en aproximadamente 1.440 millones de euros y que fue seguida por una oferta pública de adquisición de exclusión⁹, fue un éxito rotundo, permitiendo a los fondos CVC, PAI y Permira hacerse con el control total del capital. La clave de esta fase, como se detallará en el análisis financiero posterior, fue la estructura de financiación: MEP Retail no disponía de recursos propios suficientes para afrontar el pago, por lo que recurrió masivamente a endeudamiento externo y préstamos de socios para liquidar la compra a los antiguos accionistas.

3.2 *Exclusión cotización*

Una vez asegurado el control mayoritario, los nuevos propietarios procedieron a la exclusión de Cortefiel de la Bolsa de Madrid. Esta fase que se conoce como *taking private*. En este contexto, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Cortefiel, celebrada el 29 de septiembre de 2005, aprobó con el voto favorable del 87,53 % del capital, la exclusión de negociación de las acciones en las Bolsas de Madrid y Barcelona y en el SIBE.

Al convertir a Cortefiel en una empresa no cotizada, los gestores lograron dos objetivos inmediatos:

- Eliminar la presión del mercado por los resultados trimestrales, permitiendo enfocar la gestión en la generación de caja a largo plazo.
- Reducir los costes regulatorios y de información asociados a las compañías cotizadas.

⁹ Las opas de exclusión tienen como objetivo permitir a los accionistas vender sus acciones antes de que la compañía deje de cotizar en bolsa, en este tipo de opas la contraprestación será siempre dinero.

3.3 La fusión por absorción

Con la propiedad consolidada y la empresa fuera del parqué bursátil, se ejecutó el paso crítico para la viabilidad financiera de la operación: garantizar el pago de la deuda contraída en la compra de la sociedad target mediante los flujos de caja de la misma.

En este sentido, el folleto de adquisición (MEP Retail S.LU., 2006, págs. 44-47) se menciona que MEP Retail España tenía la intención de proceder a la absorción de Cortefiel y la mayoría de las sociedades de su grupo que tendría como consecuencia, una sociedad con un nivel de endeudamiento elevado, similar al utilizado para financiar la adquisición de Cortefiel. Ahora bien, conforme el propio folleto, todas las actuaciones anteriores se realizarán con estricta observancia de la normativa aplicable y sin infringir las restricciones legales en materia de asistencia financiera.

Así pues, el folleto preveía varias alternativas técnicas para estructurar esta reorganización.

3.3.1 Fusión directa MEP Retail España-Cortefiel

Esta era la opción más evidente contemplada en el folleto de la OPA. Consistía en que la sociedad vehículo (MEP Retail) absorbiera a la matriz operativa (Cortefiel). De esta forma, la deuda pasaba de estar solo en el vehículo a ser deuda de todo el grupo operativo fusionado.

Como consecuencia de la fusión, los accionistas minoritarios de Cortefiel recibirían participaciones de MEP Retail. Ahora bien, la operación presentaba un desequilibrio. Al estar MEP Retail tan endeudada, los minoritarios de Cortefiel saldrían reforzados en la sociedad resultante tras el canje. Para evitar esta situación, se contemplaban mecanismos para mejorar la posición patrimonial de MEP Retail antes de la fusión (como capitalizar préstamos participativos o recibir dividendos de Cortefiel) para reducir la dilución de los fondos, aunque la deuda bancaria final seguiría recayendo en la empresa fusionada.

3.3.2 Escenario con Newco

El documento mencionado describía una alternativa más sofisticada diseñada para optimizar la participación de los fondos y evitar su dilución excesiva. Esta idea consistía en crear una sociedad intermedia (Newco) entre la matriz de los fondos y el vehículo de compra. Newco asumiría la deuda bancaria de MEP Retail, dejando a esta última "limpia" contablemente.

Posteriormente, se fusionarían MEP Retail y Cortefiel y al no tener MEP Retail la deuda bancaria directa, la ecuación de canje es más favorable para los fondos propietarios.

Finalmente, una vez fusionada la compañía operativa, esta solicita un nuevo préstamo bancario y con ese dinero, se pagaría un dividendo a la Newco, quien utilizaría los fondos para cancelar la deuda original. De forma de que la deuda recayera finalmente sobre la sociedad operativa al igual que en el caso anterior.

3.3.3 ¿Qué opción se siguió en la práctica?

Aunque el folleto advertía que la estructura definitiva dependería del éxito de la OPA, de las condiciones de mercado y de la negociación con las entidades financiadoras, el seguimiento posterior a través de las cuentas anuales permite apreciar que el grupo terminó aplicando una solución híbrida, alineada con las alternativas descritas.

Tras la OPA, MEP Retail España mantuvo su personalidad jurídica como vehículo tenedor (sin actividad distinta de la titularidad de acciones de Cortefiel) y continuó atendiendo el servicio de la financiación bancaria. Por otro lado, desde el punto de vista operativo, se articuló una fusión por absorción intragrupo, en la que Comercial Española del Vestido, S.A.U. actuó como sociedad absorbente y Cortefiel, S.A. (junto con otras filiales) como absorbidas, con extinción de su personalidad jurídica y sucesión universal. Como consecuencia, el activo esencial del vehículo (las acciones de Cortefiel) se transformó en participación en la sociedad resultante de la fusión (vía canje y ampliación de capital).

En paralelo, MEP Retail España consiguió “bajar” la deuda a la sociedad operativa mediante distintas reestructuraciones de las deudas contraídas. En estas reestructuraciones, la sociedad resultante de la fusión anteriormente mencionada fue protagonista.

En el cierre previo a la reorganización, Cortefiel presentaba un balance de dimensión “operativa” caracterizado por un reducido endeudamiento bancario. Por su parte, MEP Retail España concentraba la foto típica de una NewCo con un activo casi íntegro en participaciones y financiado principalmente con deuda bancaria). Tras la fusión por absorción y la refinanciación de la deuda, Cortefiel (Tendam S.A.) pasa a reflejar un endeudamiento bancario muy elevado que queda compensado con la aparición de partidas típicas de reestructuración (un volumen relevante de inmovilizado inmaterial). Simétricamente, MEP Retail España se contrae de forma intensa y su deuda bancaria cae, lo que es consistente con un push-down económico (ver tablas 3.1, 3.2 y 3.3).

Tabla 3.1: Comparativa balances Cortefiel

CORTEFIEL 2005 (28-02-2006) en €				
Activo no corriente			Patrimonio Neto	
Gastos establecimiento	1.580.663 €	0,45%	Fonos propios	228.841.402 € 65,49%
Inmovilizado inmaterial	1.745.163 €	0,50%	Provisiones para riesgos y gastos	12.220.337 € 3,50%
Inmovilizado material	65.099.674 €	18,63%	Pasivo a LP	
Inmovilizado financiero	87.837.056 €	25,14%	Deudas con entidades de crédito	20.000.000 € 5,72%
Activo Corriente			Deudas con empresas del grupo	0 € 0,00%
Existencias	46.211.434 €	13,22%	Otros acreedores	1.437.965 € 0,41%
Dueños	8.243.713 €	2,36%	Pasivo a corto plazo	
Inversiones financieras CP	137.913.457 €	39,47%	Acreedores a corto plazo	86.954.374,84 € 24,88%
Tesorería	213.481 €	0,06%	Total	349.454.078 € 100,00%
Otros	609.438 €	0,17%		
Total	349.454.078 €	100,00%		

CORTEFIEL 2006 (28-02-2007) en €				
Activo no corriente			Patrimonio Neto	
Gastos establecimiento	3.697.000 €	0,24%	Fonos propios	183.985.000 € 11,76%
Inmovilizado inmaterial	693.647.000 €	44,34%	Provisiones para riesgos y gastos	697.000 € 0,04%
Inmovilizado material	137.449.000 €	8,79%	Pasivo a LP	
Inmovilizado financiero	242.856.000 €	15,52%	Deudas con entidades de crédito	956.675.000 € 61,15%
Activo Corriente			Deudas con empresas del grupo	29.962.000 € 1,92%
Existencias	86.161.000 €	5,51%	Otros acreedores	48.308.000 € 3,09%
Dueños	69.404.000 €	4,44%	Pasivo a corto plazo	
Inversiones financieras CP	4.313.000 €	0,28%	Acreedores a corto plazo	344.917.000 € 22,05%
Tesorería	303.147.000 €	19,38%	Total	1.564.544.000 € 100,00%
Otros	23.870.000 €	1,53%		
Total	1.564.544.000 €	100,00%		

Fuente: Elaboración propia a partir datos de SABI

Tabla 3.2: Comparativa balances MEP Retail España S.L.U

MEP RETAIL ESPAÑA 2006 (28-02-2006) en K€				
Activo no corriente			Patrimonio Neto	
Gastos establecimiento	828,48 €	0,06%	Fonos propios	51.703,42 € 3,80%
Inmovilizado inmaterial	0,00 €	0,00%	Provisiones para riesgos y gastos	0,00 € 0,00%
Inmovilizado material	0,00 €	0,00%	Pasivo a LP	
Inmovilizado financiero	1.282.981,22 €	94,19%	Deudas con entidades de crédito	1.299.054,85 € 95,37%
Activo Corriente			Pasivo a corto plazo	
Existencias	0,00 €	0,00%	Acreedores a corto plazo	11.297,20 € 0,83%
Dueños	18.028,11 €	1,32%	Total	1.362.055,47 € 100,00%
Inversiones financieras CP	0,00 €	0,00%		
Tesorería	10.860,85 €	0,80%		
Otros	49.356,51 €	3,62%		
Total	1.362.055,17 €	100,00%		

MEP RETAIL ESPAÑA 2007 (28-02-2007) en K€				
Activo no corriente			Patrimonio Neto	
Gastos establecimiento	747.000,00 €	0,24%	Fonos propios	708.000,00 € 0,23%
Inmovilizado inmaterial	0,00 €	0,00%	Provisiones para riesgos y gastos	0,00 € 0,00%
Inmovilizado material	0,00 €	0,00%	Pasivo a LP	
Inmovilizado financiero	235.590.000,00 €	75,50%	Deudas con entidades de crédito	302.696.000,00 € 97,00%
Activo Corriente			Pasivo a corto plazo	
Existencias	0,00 €	0,00%	Acreedores a corto plazo	8.651.000,00 € 2,77%
Dueños	56.230.000,00 €	18,02%	Total	312.055.000,00 € 100,00%
Inversiones financieras CP	0,00 €	0,00%		
Tesorería	2.489.000,00 €	0,80%		
Otros	16.999.000,00 €	5,45%		
Total	312.055.000,00 €	100,00%		

Fuente: Elaboración propia a partir datos SABI

Tabla 3.3: Comparativa Ratios Cortefiel

Ratios endeudamiento cortefiel	2005	2006
Ratio de solvencia	1,453	0,547
Ratio de liquidez	0,736	0,181
Ratios de autonomía financiera a medio y largo plazo	14,252	2,056
Coefficiente de solvencia (%)	57,018	38,972
Apalancamiento (%)	12,664	73,074

Fuente: Elaboración propia

4. Rentabilidad de la operación

Como se mencionó en su momento, en una compra apalancada, la rentabilidad del accionista depende, en esencia, de tres factores: capacidad de generar caja para atender el servicio de la deuda, revalorización del negocio (crecimiento/márgenes) y capacidad de salida en un horizonte razonable.

En el caso de Cortefiel/Tendam, el diseño inicial encaja con ese esquema, pero el resultado agregado fue claramente más difícil de lo habitual: el endeudamiento estructural de la operación condicionó durante años la flexibilidad financiera y obligó a sucesivas refinanciaciones (con tensión especialmente visible tras la crisis de 2008).

MEP Retail España, en su búsqueda de altas rentabilidades, llevó a cabo distintas estrategias entre las que se puede destacar:

- Política de dividendos y distribuciones: En esta operación, se llevó a cabo una política restrictiva de dividendos. La norma general era que no hubiera dividendos, precisamente para priorizar el servicio de la deuda hasta completar la reorganización. El contrato de financiación de MEP Retail España contenía ciertas restricciones típicas (*covenants*) que limitaban los dividendos de aportaciones salvo para supuestos muy tasados vinculados al pago de la propia deuda. En 2006, condicionado a la inscripción de la fusión, se acordó un dividendo de 1,5€ por acción con cargo a la reserva por prima de emisión (Registro Mercantil, 2006).
- Reestructuración operativa: MEP Retail España intentó mejorar los márgenes de Cortefiel a través de una reorganización de costes. En este sentido, tras que la operación resultase exitosa, se realizó un ERE en la fábrica de Málaga que afectaba aproximadamente a 400 trabajadores y se dio inicio a una estrategia consistente en abandonar progresivamente la producción en España para centrarla en países más “baratos” (Registro Mercantil, 2006).

- Gestión de activos: Tras la operación, se procedió a la venta de la práctica totalidad de los activos inmobiliarios (tiendas, almacenes, fábricas, ...) para proceder a su arrendamiento (“*sale & leaseback*”) estimando que el valor de mercado podría superar los 200 Mn€.

A pesar de que la estrategia de MEP Retail España era, sobre el papel, óptima desde un punto de vista económico/financiero, lo cierto es que la crisis inmobiliaria del 2008 y el desempeño de la entidad textil complicaron que los fondos partícipes pudieran sacar beneficios en el corto plazo.

Durante más de una década, la inversión acumuló pérdidas significativas y no cumplió las expectativas de rentabilidad típicas de este tipo de operaciones, hasta el punto de que, según la prensa económica, los fondos llegaron a situarse en una posición claramente negativa. En este contexto, la salida de Permira en 2017, vendiendo su participación a CVC y PAI en un momento de elevada deuda y sin haberse producido todavía una desinversión exitosa, sugiere que, para este fondo en particular, la rentabilidad obtenida fue probablemente discreta o incluso insuficiente en términos de los estándares habituales del sector, si bien los datos exactos no son públicos.

Tras recomprar la participación de Permira, PAI y CVC inyectaron capital y promovieron un plan de reestructuración operativa y financiera que tuvo buenos resultados. El grupo empezó a reducir su apalancamiento, mejorar sus resultados y estabilizar su posición competitiva. Finalmente, en 2025, PAI y CVC acordaron la venta de sus participaciones a Multiply Group, a una valoración que se aproxima a los niveles de la transacción original, acompañada además del cobro de dividendos relevantes y del mantenimiento de una participación minoritaria en el capital.

Considerando el conjunto del periodo 2005–2025, todo indica que CVC y PAI han conseguido transformar una inversión que durante muchos años generó pérdidas en una operación globalmente positiva, aunque previsiblemente con una rentabilidad financiera moderada y alejada de las tasas de retorno objetivo que se suelen buscar en las compras apalancadas de este tamaño.

5. Conclusiones

El análisis del caso Cortefiel permite aterrizar los conceptos teóricos y legales expuestos a lo largo del trabajo, ofreciendo una visión realista de las luces y sombras de las compras apalancadas.

La operación de Cortefiel valida en la práctica la ingeniería financiera descrita en el marco teórico. Se observa con claridad cómo la compra apalancada permite trasladar la deuda de adquisición al balance de la operativa, transformando radicalmente su estructura de capital: Cortefiel pasó de una posición conservadora (con un ratio de apalancamiento del 12%) a soportar una carga financiera masiva del 73% tras la operación.

Ahora bien, tal y como se explicó en la primera parte de este trabajo, si bien el endeudamiento maximiza la rentabilidad potencial, este elimina el margen de error ante crisis externas. La entrada de los fondos en 2005, en un entorno de crédito fluido, chocó con la crisis financiera de 2008. Lo que debía ser una operación de "disciplina financiera", se convirtió en una carga estructural que lastró la rentabilidad durante más de una década y obligó a sucesivas refinanciaciones, impidiendo la salida exitosa en los plazos habituales. Los fondos intervinientes tuvieron que recurrir a planes de restructuración y de extracción de valor a corto plazo mediante la venta de activos inmobiliarios o EREs.

Finalmente, el desenlace de la operación en 2025, veinte años después de la entrada inicial, rompe con el mito del cortoplacismo absoluto del private equity. Aunque la salida de Permira en 2017 sugiere pérdidas o retornos mínimos para ese partícipe, la permanencia de CVC y PAI hasta lograr la venta a Multiply Group demuestra capacidad de gestión a largo plazo. No obstante, el caso concluye que, considerando el riesgo asumido y el tiempo transcurrido, la rentabilidad final ha sido discreta y lejana a los múltiplos teóricos que justifican este tipo de riesgos.

V. Conclusión y cierre del trabajo

Tras el análisis integral que se ha realizado en este trabajo sobre las compras apalancadas, es posible afirmar que las LBOs no son meros instrumentos de ingeniería financiera especulativa, sino herramientas fundamentales para la dinamización del tejido empresarial, cuya utilidad debe ser ponderada con una regulación garantista.

La compra apalancada ha demostrado ser un mecanismo eficiente para la asignación de capital. Su principal virtud reside en la capacidad de transformar la estructura de capital de una compañía para alinear los intereses de gestores y accionistas. Como se ha evidenciado en el análisis económico, la deuda no funciona únicamente como fuente de financiación, sino como un elemento disciplinador que reduce los conflictos de agencia y obliga a la dirección a priorizar la generación de caja y la eficiencia operativa. La entrada de fondos de capital privado permite profesionalizar la gestión, optimizar costes y aportar una visión estratégica que, en muchas ocasiones, empresas familiares o con accionariado disperso no pueden implementar por sí mismas. El apalancamiento actúa, por tanto, como un amplificador que permite a los inversores maximizar su Tasa Interna de Retorno (TIR) incluso en escenarios de crecimiento moderado, haciendo viables proyectos que de otro modo no encontrarían financiación.

No obstante, la eficiencia financiera de estas operaciones conlleva riesgos inherentes que justifican la necesidad de un marco regulatorio robusto. La "cara oculta" del apalancamiento es el riesgo de sobreendeudamiento, que puede comprometer la viabilidad de la empresa objetivo si los flujos de caja sufren ante crisis externas. Por ello, la regulación es indispensable para proteger a cuatro colectivos vulnerables ante la agresividad financiera de las LBOs:

- Los trabajadores: Existe evidencia de que en las compras apalancadas, el empleo puede verse reducido y los salarios presionados a la baja para cumplir con las exigencias de la deuda. Además, en muchas ocasiones, las reestructuraciones operativas que se realizan tras estas operaciones llevan a las entidades a externalizar los procesos de producción o localizarlos en lugares geográficamente más baratos, haciendo cerrar fábricas y talleres de construcción.
- Los acreedores: El traslado de la deuda de adquisición a la sociedad operativa puede vaciar de contenido la garantía patrimonial de los acreedores preexistentes.

- Los socios minoritarios: Se debe evitar que los grupos de control utilicen los recursos sociales para financiar su propia toma de poder en perjuicio de la igualdad de trato.
- Los consumidores: Son a menudo los “afectados invisibles” de estas operaciones. La presión por generar caja rápida y recortar gastos puede derivar en una bajada de la calidad de los productos o servicios, o en una subida de precios, perjudicando la propuesta de valor a largo plazo en favor de la rentabilidad inmediata del fondo.

Finalmente, es crucial destacar que las compras apalancadas ganarán aún más protagonismo en el panorama económico español. La ya más que mencionada Ley "Crea y Crece" ha marcado un punto de inflexión al democratizar el acceso al capital riesgo, reduciendo el ticket mínimo de inversión de 100.000 a 10.000 euros.

Esta apertura regulatoria atraerá un mayor volumen de capital hacia estas operaciones, lo que obliga a redoblar la vigilancia. Si bien las LBOs son herramientas idóneas para generar rentabilidades atractivas y fomentar el crecimiento empresarial, su popularización exige que los mecanismos de protección legal funcionen con precisión quirúrgica. El objetivo final debe ser permitir que el capital privado cumpla su función dinamizadora sin que la búsqueda de la rentabilidad financiera socave la estabilidad del empleo o la solvencia a largo plazo de las empresas españolas.

En conclusión, la compra apalancada es un vehículo de inversión potente y necesario que, bajo una supervisión adecuada, equilibra la agresividad financiera con la creación de valor real, constituyendo una pieza clave para la competitividad de la economía moderna.

VI. Bibliografía

- Álvarez Royo-Villanova, S. (2010). Fusión apalancada y asistencia financiera: el art 35. de la Ley de Modificaciones Estructurales . *AAMN* .
- Baker Mackenzie . (2015). Global LBO Guide.
- Bharucha, J. G. (05 de Septiembre de 2025). *S&P Global* . Obtenido de <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2025/9/large-deals-set-to-drive-private-equity-leveraged-buyout-value-past-2024-levels-92401568>
- Davis, S. J., Haltiwanger, J. C., Hanley, K., Lipsius, B., Lerner, J., & Miranda, J. (2021). The (Heterogenous) Economic Effects of Private Equity Buyouts. *Jena Economica Resarch Papers* .
- Deutsche BundesBank. (2007). Leveraged buyouts: The role of financial intermediaries and aspects of financial stability. *Monthly Report*, Abril.
- Harper James. (8 de Marzo de 2022). Obtenido de <https://harperjames.co.uk/article/second-lien-debt/>
- Hodson, D. (1 de Octubre de 2019). *Smith Cooper* . Obtenido de <https://www.pkfsmithcooper.com/case-studies/corporate-finance-capitalising-on-an-acquisition-opportunity/>
- Hoover, G. (19 de Marzo de 2021). *From Milk Duds to Samsonite: The Beatrice Foods Saga*. Obtenido de American Business History Center: <https://americanbusinesshistory.org/from-milk-duds-to-samsonite-the-beatrice-foods-saga/>
- Hu, D. (2025). Private Equity, a Blessing or a Curse?Case Study on Classic PE Deal: 3G Capital's Acquisition of Burger King. *M&A Fabric: Consumer & Retail Deal Summaries*.
- Kakouris, R. (23 de Julio de 2024). *PitchBook*. Obtenido de <https://pitchbook.com/news/articles/lbo-update-high-demand-signals-dealmaking-potential>
- Kupec, B. (28 de Noviembre de 2025). *Moonfare*. Obtenido de <https://www.moonfare.com/glossary/management-buy-in-mbi>
- MacArthur, H. (2025). *Bain & Company*. Obtenido de <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/>
- Manzano, M.-C. (2007). La evolución de las operaciones de Leveraged Buyout y su financiación. Posibles implicacions para la estabilidad financiera. *Esbilidad financiera*, núm 13.
- MEP Retail S.L.U. (13 de Febrero de 2006). Folleto Explicativo OPA MEP Retail S.L.U. a Cortefiel enviado a la CNMV. Madrid, Madrid, España .

- Navas, L., & Guerras, J. (2007). *La Dirección Estratégica de la Empresa. Teoría y Aplicaciones*. Madrid: Thomson Reuters-Civitas.
- Olsson, M., & Tag, J. (2023). From Wall Street to work floor: How private equity buyouts. *IFN Working Paper*.
- Pearl, J., & Rosenbaum, J. (2009). *Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions*. Hoboken, New Jersey (Estados Unidos): Wiley & Sons (Wiley).
- Registro Mercantil . (17 de Febrero de 2006). Boletín Oficial del Registro Mercantil Número 34.
- Registro Mercantil . (26 de Mayo de 2006). Boletín Oficial número 98.
- Registro Mercantil . (Miercoles de Agosto de 2006). Boletín Oficial Registro Mercantil número 146.
- Sanchez, J. (13 de July de 1994). United Airlines Deal Gives Workers 55% of Company : Jobs: Largest employee-owned firm gets \$5 billion in concessions. Launch of new low-fare carrier is planned. *Los Angeles Times*.
- Sánchez, S. (8 de Noviembre de 2025). La CNMV elevará el control sobre las gestoras de capital riesgo . *Diario Expansión* . Obtenido de Web diarió Expansión: <https://www.expansion.com/mercados/2025/11/08/690e69cbe5fdeacd378b4593.html>
- Tendam Global Fashion Retail. (23 de Julio de 2025). Obtenido de Página Web de Tendam Global Fashion Retail: <https://www.tendam.es/multiply-group-cierra-la-adquisicion-de-tendam-que-llevara-a-la-emirati-a-duplicar-su-ebitda-operativo-y-a-ampliar-su-presencia-mundial/>
- Thomson Reuters. (2025). *Practical Law*. Obtenido de [https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/I03f4d927eee311e28578f7ccc38dcbee/Structural-Subordination?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/I03f4d927eee311e28578f7ccc38dcbee/Structural-Subordination?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=(sc.Default))
- West, A. (8 de Noviembre de 2022). *McKinsey & Company*. Obtenido de <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/xpos-brad-jacobs-on-building-businesses-through-m-and-a>
- Xiong, Y. L. (2025). *MSCI*. Obtenido de <https://www.msci.com/research-and-insights/blog-post/leverage-in-private-equity-what-do-we-know>
- Yasuda, A., & Metrick, A. (2010). The Economics of Private Equity Funds. *The Review of Financial Studies*.