

Trabajo Fin de Grado

Análisis estratégico de Alantra como firma de asesoría
financiera en M&A

Strategic analysis of Alantra as a financial advisory firm in M&A

Autor

Pablo Lasheras Zarzuela

Director

Lucio Fuentelsaz Lamata

Facultad de Economía y Empresa

2017-2018

Análisis estratégico de Alantra como firma de asesoría financiera en M&A

Strategic analysis of Alantra as a financial advisory firm in M&A

Pablo Lasheras Zarzuela

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Resumen: El principal propósito del trabajo será desarrollar un análisis estratégico, con fines especialmente académicos, que pretenda dar solución a los problemas acontecidos en la toma de decisiones empresariales. Fue diseñado como parte fundamental del proceso de decisión dentro de los círculos de la alta dirección y su realización permitiría a los directivos conocer cuáles son las medidas a emprender para optimizar los recursos y capacidades. No obstante, no se buscará definir las implicaciones de dicho análisis, ni siquiera se tratará de discutirlo, sino que nos limitaremos únicamente a su aplicación práctica. Por ello, los objetivos planteados con su resolución contemplan el conocimiento exhaustivo estratégico, aunque también general, de Alantra y de todo su entorno, para facilitar, como ya hemos dicho, una hipotética toma de decisiones.

Palabras clave: Fusiones y adquisiciones, boutique, mid-market, banca de inversión.

Abstract: *The main purpose of this paper will be to carry out a strategic analysis, focusing at the academic part, which expect to solve the problems that occur in the business decision-making. It was designed as a fundamental part of the decision process within the management circles and its fulfillment will allow executives to know the starting solutions that optimize resources and capabilities. Nevertheless, we won't define its consequences, not even trying to discuss it, but only limiting us to its practical application. Therefore, the objectives considered with the solution of this analysis include the comprehensive strategic insight, but also general, to make easier, as we have already said, an hypothetical decision-making.*

Key words: *Mergers and Acquisitions, boutique, mid-market, investment banking.*

ÍNDICE

I. ABREVIATURAS.....	1
II. INTRODUCCIÓN.....	2
III. PRIMERA PARTE. ALANTRA Y SU CONTEXTO.....	3
1. DE LA BANCA DE INVERSIÓN.....	3
2. DE ALANTRA.....	5
2.1. Alantra, una boutique renovada.....	5
2.2. Pilares fundamentales de Alantra.....	6
2.3. Unidades principales de negocio.....	7
3. DE LA ASESORÍA FINANCIERA EN M&A.....	8
4. DE LAS ESTRATEGIAS.....	11
4.1. Concepto de estrategia.....	11
4.2. Ampliación y globalización de su actividad.....	11
4.3. Mid-Market.....	12
IV. SEGUNDA PARTE. ANÁLISIS ESTRATÉGICO.....	14
5. DE LA INDUSTRIA.....	14
6. DEL ANÁLISIS EXTERNO DE ALANTRA.....	18
6.1. Entorno general y específico.....	18
6.2. Análisis estructural de la industria. Fuerzas de Porter.....	20
7. DEL ANÁLISIS INTERNO DE ALANTRA.....	30
7.1. Recursos y capacidades.....	30
7.2. Naturaleza de la ventaja competitiva.....	32
8. UN ACERCAMIENTO AL ANÁLISIS DAFO.....	33
V. CONCLUSIONES.....	34
VI. BIBLIOGRAFÍA RECOMENDADA.....	35
VII. WEBGRAFÍA.....	35
VIII. ANEXOS.....	37

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Gráficos

Gráfico I. <i>Ingresos en la banca de inversión global, por semestres y producto, desde 2012</i>	4
Gráfico II. <i>Evolución facturación, salarios, beneficios y empleados</i>	6
Gráfico III. <i>Porcentaje de los ingresos de cada unidad respecto del total (2016)</i>	8
Gráfico IV. <i>Crecimiento de los ingresos y cuota de mercado de las boutiques M&A en US</i>	17
Gráfico V. <i>Evolución global del valor de las fusiones y adquisiciones y del PIB entre 2007 y 2017</i>	18
Gráfico VI. <i>Grupos estratégicos dentro de la industria de M&A</i>	28
Gráfico VII. <i>Esquema de las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades de Alantra</i>	33

Tablas

Tabla I. <i>Ranking Global M&A por valor de operaciones asesoradas primer semestre 2017</i>	15
Tabla II. <i>Ranking Global M&A por ingresos y cuotas de mercado en el primer semestre de 2017</i>	16
Tabla III. <i>Boutiques por volumen asesorado EMEA</i>	20
Tabla IV. <i>Boutiques por volumen asesorado US</i>	20
Tabla V. <i>Cuotas de las 150 principales firmas de M&A en el primer semestre 2017</i>	27

I. ABREVIATURAS

M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i> (significa: 'fusiones y adquisiciones')
ECM	<i>Equity Capital Markets</i> (significa: 'mercado de capitales sobre acciones')
DCM	<i>Debt Capital Markets</i> (significa: 'mercado de capitales sobre deuda')
MBO	<i>Management BuyOut</i> (significa: 'adquisición por la dirección')
MBI	<i>Management BuyIn</i> (significa: 'adquisición por la dirección externa')
OPA	Oferta Pública de Adquisición.
PYME	Pequeñas y Medianas Empresas.
EMEA	<i>Europe, Middle East and Africa</i> (Europa, Oriente Medio y África)
US	<i>United States</i> (Estados Unidos)
S.A.	Sociedad Anónima.
i. e.	<i>Id est</i> (del latín: 'esto es')
<i>Ibid.</i>	<i>Ibidem</i> (del latín: 'en el mismo lugar')
<i>Íd.</i>	<i>Ídem</i> (del latín: 'el mismo, lo mismo')
<i>Vid.</i>	<i>Vide</i> (del latín: 'mira'; equivale a <i>véase</i>)
<i>Loc. cit.</i>	<i>Loco citato</i> (del latín: 'en el lugar citado')
Mn	Millones.
Art.º	Artículo.
Etc.	Etcétera.
LMV	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

II. INTRODUCCIÓN

Alantra —que será el objeto de nuestro análisis estratégico— se erige como una firma o boutique global dedicada a la prestación de una variedad de servicios financieros que se extiende desde la actividad de banca de inversión hasta la gestión de activos y patrimonios. Sin embargo, nos centraremos en la asesoría financiera de operaciones de fusión y adquisición, dentro del *Investment Banking*, debido a la gran importancia que tiene para la empresa, no sólo por constituirse como su fuente de ingresos principal, sino también por ser aquel servicio que le ha permitido adjudicarse el prestigio reconocido en la actualidad. Su modelo de negocio reside en la prestación de sus servicios en operaciones encuadradas en el Mid-Market, es decir, operaciones valoradas entre unos importes específicos, y en la coordinación de los mismos a otros países presumiblemente más económicos y rentables.

Desde la reformulación de su nombre de marca ha sabido labrarse un puesto entre las firmas de mayor reconocimiento en la industria global de fusiones y adquisiciones. Las fuertes reticencias a las que tuvieron que enfrentarse los buques insignia de la banca de inversión por las prácticas tan controvertidas ejercidas durante los años previos a la crisis, avivaron el fuego que desataría la aparición de ‘nuevos contendientes’, o boutiques, poniendo en tela de juicio la idoneidad de estos gigantes, y atrapando, estos primeros, la confianza del mercado. Alantra, como muchas otras, ha sabido aprovechar este periodo de incertidumbre para asentar su posición, cultivando un modelo organizativo centrado en reforzar las relaciones comerciales y atender las exigencias de sus clientes, siempre al servicio de un cuerpo de trabajadores con una alta cualificación, aptitud y profesionalidad. Nuestro labor al respecto será la de analizar y comprender quién es Alantra, cómo es la industria de fusiones y adquisiciones en la que compite y cuáles son los recursos y capacidades que la señalan como una firma tan prestigiosa. Así pues, el trabajo quedará dividido en dos partes: Alantra y su contexto, y el análisis estratégico propiamente dicho. En la primera, comenzaremos describiendo la banca de inversión en general y también a Alantra; explicando quién es, cuáles son los pilares en los que fundamenta su actividad y qué servicios presta, para posteriormente ahondar más profundamente en la asesoría financiera de M&A. Acto seguido, definiremos el concepto de estrategia y sus diversas variantes, corporativas y competitivas, aplicándolas al caso de Alantra. Por último, en la segunda parte, detallaremos la industria de M&A en la que concursa, y emprenderemos el análisis estratégico, abordándolo desde una perspectiva externa o análisis del sector y una perspectiva interna o análisis de los recursos y capacidades. Para acabar, expondremos las conclusiones y los frutos desprendidos del trabajo.

III. PRIMERA PARTE. ALANTRA Y SU CONTEXTO

1. DE LA BANCA DE INVERSIÓN

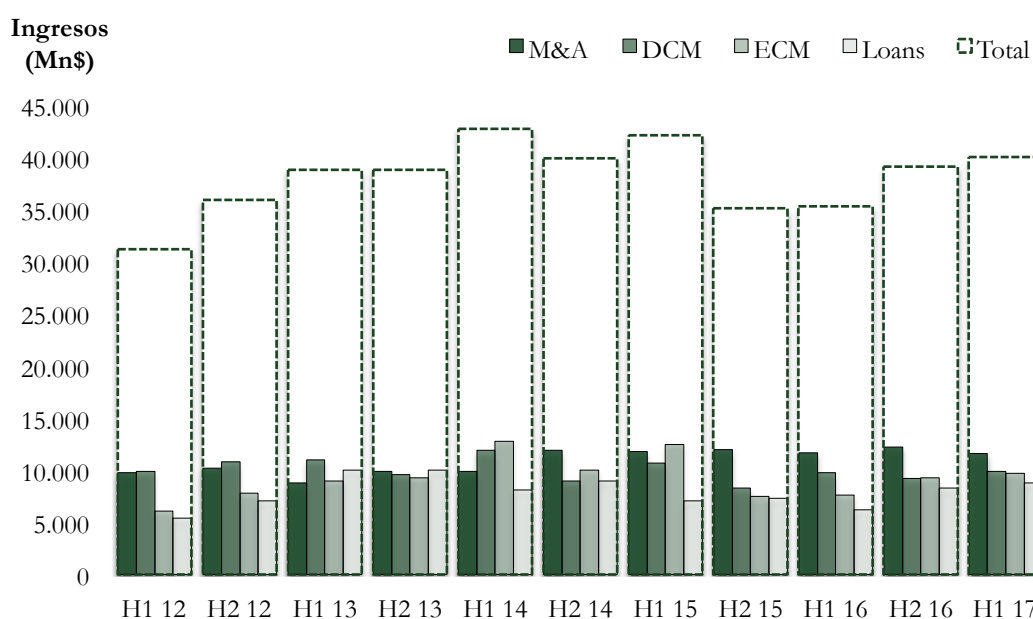
El concepto de ‘banca de inversión’ fue acuñado cuando las autoridades legislativas Estadounidenses decidieron aprobar la Ley Glass-Steagall (1933) con el objetivo de conseguir que sus bancos dividieran la actividad entre **banca comercial**, dedicada principalmente a la intermediación del crédito y a la gestión de las cuentas corrientes de sus clientes, y **banca de inversión**, que abarcaba el resto de actividades más allá de esa intermediación y gestión. Vemos como, siempre que actúen con la máxima responsabilidad posible, el riesgo que asume la banca tradicional, cuyos beneficios proceden del diferencial entre el interés que pagan a los créditos de pasivo y el que cobran de los créditos de activo, es más reducido que el riesgo que asume la banca de inversión, centrada, desde sus inicios, en la financiación y asesoría de operaciones corporativas llevadas a cabo tanto por grandes empresas como por gobiernos y otras instituciones, en la elaboración de productos estructurados complejos, y en las funciones de brokerage y compra/venta de instrumentos financieros. Sin embargo, tras la derogación y consecuente unión de las dos bancas, y el advenimiento de la crisis sobre las hipotecas subprime en 2009, su reputación y actividad decayó intensamente. Y si bien es cierto que la mala *praxis* de estos grandes bancos debió de ser corregida o incluso penalizada más severamente, supuso la aparición de pequeñas firmas o boutiques que desempeñaron el mismo papel que el de sus homólogos, descentralizando y especializando así el negocio de la banca —especialmente la de inversión—, para hacerla más competitiva y menos arriesgada sin ver comprometidos los intereses de la sociedad. Pero, ¿Qué son exactamente estas boutiques? ¿Qué las diferencian de los grandes bancos? En primer lugar, las boutiques son *toda empresa, en nuestro caso de servicios financieros, que no supere los 1.000 empleados¹ y cuya gama de servicios adquiera unos estándares de especificación y selectividad elevados*. Es decir, cuyo número de empleados sea apreciablemente menor que el de sus competidores mayúsculos, i. e., los bancos de inversión, y cuyos servicios posean grandes niveles de especialización y concreción. Así pues, estas boutiques carecen de conflictos de interés, en contraste con los mencionados bancos, quienes tienen que lidiar con los requerimientos de clientes altamente competitivos entre sí o con la necesidad de venderles otros productos más rentables para incrementar de esa manera su facturación (*cross-selling*).

¹ Dealogic, en el estudio sobre el mercado de fusiones y adquisiciones, utiliza, como límite para diferenciar a las boutiques del resto de firmas, la base de 1.000 empleados. Nos serviremos de los mismos criterios para catalogarlas, aunque lo importante no es tanto su tamaño exacto, sino el hecho de saber reconocer sus distinciones.

Otros aspectos a su favor son el mayor tiempo y dedicación que cada uno de sus empleados profesa a las transacciones en las que participa, y la posibilidad de seleccionar a qué transacciones acudir como consecuencia de la ausencia de grandes costes estructurales que les obliguen a aceptar operaciones de menor valor para sufragarlos. Hoy en día, la actividad del *Investment Banking*, tal y como se la concibe, descansa en el asesoramiento financiero de operaciones de fusión y adquisición (M&A en inglés) o la financiación de esas operaciones u otras a nivel corporativo (Loans) y en la asesoría, organización, intermediación, colocación y financiación de salidas a bolsa, ofertas públicas o privadas, ampliaciones de capital (ECM), emisiones de deuda, reestructuraciones financieras o refinanciaciones (DCM), y demás operaciones de altura ejecutiva (*Corporate Finance*).

Tras los malos años posteriores a la crisis del 2009, y una vez estabilizada la situación económica global, tuvo lugar una reactivación dentro del sector, que vio como los ingresos en términos agregados crecieron desde los 31.000 millones de dólares en el primer semestre del 2012 hasta casi los 45.000 millones de dólares en 2014 y 2015 para ese mismo semestre (Gráfico I). Se deduce, por consiguiente, la relación causal entre las buenas condiciones económicas y financieras generadas en etapas de auge económico y el movimiento corporativo —sustento de la actividad de banca de inversión—, explicada, en parte, por los mayores riesgos que afrontan las empresas en pos de convalidar una firme posición de liderazgo en sus respectivas industrias.

Gráfico I. Ingresos en la banca de inversión global, por semestres y producto, desde 2012



Fuente: Elaboración propia. **Datos:** Interpretación de Dealogic (Julio de 2017). *Quarterly Markets Review. First Half 2017: Europe, the Middle East and Africa (EMEA)*.

2. DE ALANTRA

2.1. Alantra, una boutique renovada

Alantra se constituyó el 11 de Noviembre de 1997 con la denominación de Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A. El 20 de Julio de 2015 inscribió en el Registro Mercantil de Madrid la escritura de Fusión por absorción con N+1 IBG, bajo la cual N+1 quedaba extinguida, cambiando la denominación por la de N+1 Dinamia, S.A., y abandonando, Dinamia, la condición de entidad de capital riesgo². N+1 fue, en sus inicios, una empresa que brindaba servicios de banca de inversión y que fomentó las bases de la firma que conocemos en la actualidad. Posteriormente, el 26 de Septiembre de 2016, se aprobó el acuerdo de renovación de la denominación social y de la marca, asumiendo como nuevo nombre el de Alantra. Significó la consolidación de una nueva situación del grupo que ahora cuenta con la presencia a escala global de 345 profesionales repartidos en 21 países como Francia, Alemania, Bélgica, Suiza, Austria, Países Bajos, en Europa; Brasil, Chile, Argentina, EEUU en América o China en Asia; y que proclama el principio “una compañía, una marca” adoptado por todos los colaboradores relacionados con el grupo. Desde 2013 ha sido partícipe en la ejecución de 536 operaciones, de las cuales, 167 pertenecen a fusiones y adquisiciones (51% fueron trasfronterizas), 46 son de deuda y relacionadas y 104 de *Capital Markets*³.

Si nos ceñimos a los datos procedentes de las cuentas anuales, podemos ver cuál ha sido la evolución desde 2014 hasta 2016 de su facturación, salarios, beneficios y empleados (Gráfico II). Entre el periodo de 2014 a 2015, la facturación se mantuvo constante y los salarios se vieron incrementados en un 12,82%, a la par con el número de empleados. Los beneficios, sin contar con los ingresos extraordinarios procedentes de la fusión por absorción —53 millones de euros—, descendieron casi un 26%. En el periodo siguiente, obsérvese una escalada de los salarios, de la facturación y de los empleados, por un importe de 40,95%, 38,17% y 54% respectivamente (*vid.* **Tabla 1**), merced a la expansión de su actividad a nuevos mercados geográficos y a la buenos registros en las sendas áreas de negocio en las que opera. Además, los beneficios en el 2016 crecieron un 100% respecto a los reales obtenidos en el 2015 —13 millones de euros—, es decir, los calculados sin tener en cuenta los ingresos de la fusión, y un 48% respecto a los de 2014 (*vid.* **Tabla 2**).

² Alantra Partners, S.A y Sociedades que Integran el Grupo Alantra. (2016). *Cuentas Anuales e Informe de Gestión Consolidados correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2016, junto con el informe de auditoría*. [Archivo PDF]. Recuperado de: <https://www.alantra.com/wp-content/uploads/2017/09/1-3.pdf>

³ *Alantra. Corporate Finance*. [Fecha de Consulta: 10 de Noviembre 2017]. Disponible en: <https://www.alantra.com/es/overview/>

Gráfico II. *Evolución facturación, salarios, beneficios y empleados*



Fuente: Elaboración propia. **Datos:** Cuentas Anuales Consolidadas Ejercicios 2015 y 2016⁴.

Se advierte con facilidad la razón por la cual el capital humano es el ‘activo’ esencial para este tipo de firmas, plasmado en la elevada remuneración que percibe, en comparación con otros sectores productivos, verbigracia, el acerero o el energético, donde la maquinaria y la innovación tecnológica juegan un papel principal en el crecimiento empresarial. Así, el nivel de cualificación y productividad que poseen los trabajadores de estas compañías obliga a sus ‘patronos’ a dotarles de salarios comparativamente superiores en relación a los de otras industrias. En el caso de Alantra, el gasto en salarios por empleado promedio entre los tres años asciende a 148.000 euros anuales, sin contar otros gastos sociales de diversa índole como indemnizaciones o gastos en concepto de seguridad social. Generalmente, la remuneración de los profesionales de estas firmas viene determinada por una parte fija, en función de la categoría del empleado, y una parte variable, en dependencia del grado de cumplimiento del trabajador en su actividad.

2.2. Pilares fundamentales de Alantra

Los pilares que definen la actividad de Alantra son los siguientes:

- a. Global. Alantra pretende afianzarse como una marca a nivel global, que no sólo tenga presencia en otros países, sino que adquiera, también, una mentalidad global. Para ello dispone de los servicios de profesionales de muy diversas nacionalidades, situados en 21 países a lo largo y ancho del mundo.

⁴ Alantra Partners, S.A. y Sociedades que Integran el Grupo Alantra. (2016), *loc. cit.*, y Nmás1 Dinamia, S.A., y Sociedades que Integran el Grupo N+1.(2015). *Cuentas Anuales e Informe de Gestión Consolidados correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015, junto con el informe de auditoría*. [Archivo PDF]. Recuperado de: <https://www.alantra.com/wp-content/uploads/2017/09/3-3.pdf>

- b. Mid-Market. Alantra se propone distinguirse como una marca fuertemente consabida en el nicho del middle-market, donde las posibilidades de crecer y expandirse son considerablemente atractivas.
- c. Especialización. Alantra reconoce que para alcanzar el éxito en los servicios financieros que ofrece necesita maximizar el valor creado por sus clientes. Para ello, cuenta, en el sector del *Corporate Finance*, con 13 grupos especializados en diferentes sectores de la economía, con los correspondientes profesionales en cada uno.
- d. Proyecto. Por último, Alantra conoce la importancia de que se le considere como una marca unida y fuerte. Su intención al respecto es la de autoproclamarse no sólo como una red o una institución, sino también, como un proyecto, donde cada uno de los componentes protagonice un papel crucial en su desarrollo y progreso.

Además, Alantra enuncia los siguientes valores como base normativa para el desenvolvimiento de su actividad: “Innovation, Partnership, Entrepreneurship and Flexibility”⁵

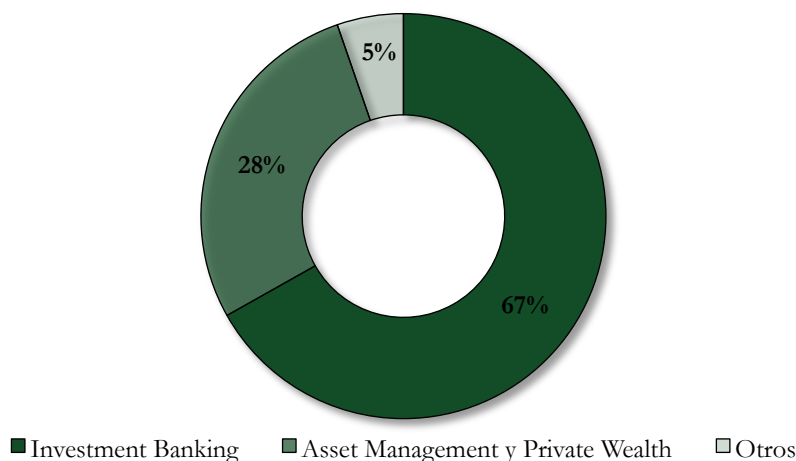
2.3. Unidades principales de negocio

Pueden diferenciarse claramente tres líneas de negocio básicas: Investment Banking, Asset Management y Wealth Management. A su vez, el área del *Investment Banking* queda subdividida en otros servicios como son, por un lado, el asesoramiento financiero de M&A, de deuda y de carteras de activos o pasivos, y por otro lado, servicios relacionados con *Capital Markets*, es decir, colocación de salidas a bolsa, ampliaciones de capital, emisiones de deuda, etc. En el área del *Asset Management* encontramos los servicios de gestión de diferentes vehículos de inversión distribuidos según sus características jurídicas y económicas, es decir, incluye la gestión de fondos de capital riesgo, de fondos de inversión, de fondos de deuda y de bienes raíces. Por último, el área del *Private Wealth* comprende la gestión personalizada del patrimonio de clientes con un poder adquisitivo elevado. Los ingresos, según la unidad de negocio de la que proceden, quedan representados en el Gráfico III y determinan la importancia relativa de cada unidad dentro de la compañía. En el caso de la división de banca de inversión, los ingresos provienen de los honorarios y comisiones cobradas por asesoramiento, de la elaboración y formulación de informes de valoración y del *spread* derivado de la colocación de emisiones en mercados secundarios, comúnmente conocido como *underwriting*.

⁵ Tanto los pilares como los valores fueron sustraídos de la página web. *Alantra. The new Alantra*. [Fecha de Consulta: 15 de Noviembre 2017]. Disponible en: <https://www.alantra.com/new-alantra-ok/>

En cuanto a la gestión de activos y de patrimonios, penden, fundamentalmente, de las comisiones de gestión de los diversos fondos y de los patrimonios bajo administración (*vid. Tabla 1*).

Gráfico III. *Porcentaje de los ingresos de cada unidad respecto del total (2016)*



Fuente: Elaboración propia. **Datos:** Cuentas Anuales Consolidadas Ejercicio 2016⁶.

3. DE LA ASESORÍA FINANCIERA EN M&A

Dentro de los servicios proporcionados por Alantra pertenecientes a la actividad del *Investment Banking* nos especializaremos en las **fusiones y adquisiciones**, principalmente por su gran reconocimiento a nivel global, por ser el servicio con mayor actividad (70% respecto del total de la actividad en el área del *Investment Banking*⁷) y por el rol que representó en la catálisis y transformación de N+1 Dinamia. En primer lugar, entiéndase asesoramiento como *todos aquellos procedimientos utilizados, siempre al servicio de una parte contratada, en la que el asesor, según su propio código deontológico y partiendo de sus conocimientos y experiencias, aconseja y recomienda en la materia que el contratado lo requiera a cambio de percibir cierta cantidad en honorarios*. En nuestro caso, la materia aconsejada tratará sobre todas aquellas necesidades que tengan que ver con cualquier operación de fusión o adquisición, y los honorarios cobrados dependerán de la estructura de comisiones en cada firma, siendo los más comunes los calculados como porcentaje sobre el importe de la operación. Así, las dos partes de la transacción, ‘sellside’ y ‘buyside’, estarán comprometidas con aportar las correspondientes comisiones, que serán deducidas, para la parte compradora, del total pagado para la consecución de la operación y, para la parte vendedora, del total recibido por la misma.

⁶ Alantra Partners, S.A. y Sociedades que Integran el Grupo Alantra. (2016), *loc. cit.*

⁷ Alantra (27 Octubre 2017). *Result presentation for the first 9 months of 2017*. [Archivo PDF]. Recuperado de: https://www.alantra.com/wp-content/uploads/2017/10/Alantra-Results-Presentation-2017-Q3_fv.pdf

Por otro lado, en términos generales y en función de las características particulares que las diferencian⁸, distinguiremos las siguientes operaciones de fusión y adquisición:

- a. Fusiones por creación de nueva empresa o *Consolidations*. Usualmente se considera fusión a todas aquellas operaciones donde las empresas intervinientes se disuelven para constituir una nueva que contenga en su debe y haber todos los activos y pasivos de las disueltas, y cuya distribución accionarial quede repartida de tal manera que se respeten las participaciones de los antiguos socios de las respectivas sociedades.
- b. Fusiones por absorción o *Mergers*. A diferencia de las fusiones por creación de nueva empresa, en las absorciones no se crea una nueva sino que la empresa absorbente capta el patrimonio total de la absorbida, quedando extinguida, y formando parte, consecutivamente, de la absorbente.
- c. Adquisiciones por acciones y participaciones o *Acquisitions*. Estamos ante una adquisición cuando una sociedad compra un número de acciones lo suficientemente significativo como para poder interferir en las decisiones económico-financieras de la adquirida, quedando invariable su estructura legal y societaria.
- d. Adquisiciones por activos y pasivos o *Acquisition of Assets*. Operación de adquisición en la que tiene lugar, no la compra de las acciones o participaciones de otra empresa, sino de sus activos y pasivos, previa aprobación de los accionistas.
- e. *Tender Offers*. Consiste en la remisión de una oferta pública, o privada, de adquisición, (OPA), efectuada por una empresa con serios intereses en otra, en la que se informe del precio concreto al que se esté dispuesto a ejecutar dicho acuerdo de adquisición.
- f. *Management Acquisitions*. También conocidas como *Management BuyOut* (MBO) o *Management BuyIn* (MBI), tiene lugar cuando los directivos de una empresa, o externos a esta, acuerdan la adquisición de las acciones de la misma para hacerla de su propiedad y titularidad.

Se denotan, a su vez, otro tipo de fusiones y adquisiciones atendiendo a la relación de negocio entre las empresas participantes. Encontramos, así, las operaciones **horizontales**, donde las empresas implicadas son competidoras entre sí o guardan una relación similar; las **verticales**, donde las empresas intervinientes pertenecen a fases del proceso de producción superiores o inferiores (proveedores y clientes); o **conglomeraciones**, sin relación alguna, sea de competitividad o de cooperatividad, entre las distintas partes de la operación.

⁸ Ambas clasificaciones fueron extraídas de *Investopedia. Mergers and Acquisitions-M&A*. [Fecha de consulta: 20 de Diciembre de 2017]. Disponible en: <https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>

Las principales motivaciones que pueden acompañar a estas transacciones suelen ser las sinergias que se consigan tras la unión de las dos sociedades, el incremento de la cuota de mercado, siempre que se adquiriera una empresa competidora, el provecho obtenido por la consecución de economías de escala que reduzcan los costes unitarios o la posesión de alguna tecnología única e irremplazable que aventaje a las del resto del mercado⁹.

A su vez, la labor del asesor, respecto a una fusión o adquisición, es la de, primero, valorar la empresa objetivo, o en el argot, *target*, para calcular un precio sobre el que deberá orbitar el acuerdo de adquisición o fusión; y segundo, organizar e intermediar, en caso de que esta tenga lugar, la operación, elaborando los informes pertinentes en los que se incluya lo concerniente a los procesos de *due diligence* —mecanismo encargado de revisar con la ‘debida diligencia’ la información imprescindible para el correcto cumplimiento del contrato de adquisición o fusión, y de equilibrar convenientemente el reparto de los riesgos—, las relaciones de canje, y otras condiciones de manifiesta importancia. Téngase en cuenta que al coexistir dos partes atraídas por la transacción, ambas dispondrán o deberían disponer de un asesor que vele por sus propios intereses, es decir, que las empresas sujeto y objeto de la operación contarán, normalmente, con asesores independientes, o no, que informen sobre el precio mínimo al que deberá estar condicionada la adquisición o fusión.

A efectos legislativos, y tal y como recoge la Norma de Registro y Valoración N°19 del Plan General de Contabilidad¹⁰, las combinaciones de negocios son “aquellas operaciones en las que una empresa adquiere el control de uno o varios negocios”. Además, negocio es “un conjunto integrado de actividades y activos susceptibles de ser dirigidos y gestionados con el propósito de proporcionar un rendimiento, menores costes u otros beneficios económicos directamente a sus propietarios y partícipes” y control “el poder de dirigir las políticas financieras y de explotación de un negocio con la finalidad de obtener beneficios económicos de sus actividades”. Las fusiones y adquisiciones, reparando en dicha norma, son reconocidas como una forma jurídica especial de combinaciones de negocios, originándose cuando tenga lugar una integración entre dos empresa, es decir, una fusión; cuando una empresa, la adquirente, se apropie de los elementos patrimoniales o de una parte suficiente de acciones que le confiera algún poder de decisión sobre la adquirida; o cuando suceda algún hecho o suceso alternativo que implique la captación de su control¹¹.

⁹ *Íd.*

¹⁰ Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

¹¹ *Íd.*

4. DE LAS ESTRATEGIAS

4.1. Concepto de estrategia

Es extremadamente complicado establecer una definición de estrategia que sea universalmente aceptada. Por ejemplo, Alfred D. Chandler alude al término estrategia como: “the determination of the basic long-term goals and objectives of an enterprise, and the adoption of courses of action and the allocation of resources necessary for carrying out these goals” (Chandler, 1962, p. 13)¹².

Aceptando la afirmación anterior, será necesario matizar algunas cuestiones en aras de completar su significación. Una de las dificultades a las que se enfrentan las empresas es la de saber reconocer cuáles son sus metas y objetivos. Entonces, la empresa, para alcanzar el éxito, deberá, antes de implementar las estrategias oportunas, enunciar unos objetivos coherentes y alcanzables sujetos a su propia situación. Una vez dibujados los objetivos, se tomarán las medidas oportunas para su logro, y en dependencia del estrato direccional al que influyan, tendrán una determinada repercusión sobre la empresa. Por ello, distinguimos las estrategias corporativas y competitivas que, tomadas desde la dirección o desde cualquier unidad de negocio subsiguiente, **dictan respectivamente en que mercados y productos debe estar la empresa y como debe de actuar en cada uno de ellos** (Kenneth, 1971).

4.2. Ampliación y globalización de su actividad

Son estrategias corporativas todas las resoluciones que involucren una decisión sobre a que mercados, servicios o productos acudirá la compañía, ya sean tomadas en la constitución o en momentos posteriores a esta. Se tratan de las decisiones que condicionarán más severamente el ejercicio futuro de la empresa y que deberán ser meditadas detalladamente por su carácter sustancial y por la gran pérdida de tiempo que provocaría su mala formulación e implantación.

La primera decisión tomada en el ámbito corporativo fue la de acordar la unión estratégica, comercial, económica y financiera entre Dinamia y N+1. Conllevó el **incremento de toda la gama de servicios** prestables por la marca, pasando de gestionar solamente fondos de capital riesgo, para el caso de Dinamia, a incluir la actividad de banca de inversión, especialidad de N+1, hasta la gestión personalizada de patrimonios.

¹² «Estrategia puede ser definida como la determinación de unas metas y objetivos básicos en el largo plazo por una empresa, y la adopción de unas acciones y la asignación de los recursos necesarios para cumplir con dichas metas»

Más adelante, con el cambio de nombre de la sociedad, demostró la necesidad de renovar la concepción de la marca para hacerla más accesible, presente y reconocible. Favoreció, con ello, el **acceso a nuevos mercados geográficos** con la intención de acrecentar su presencia y actividad. Más concretamente, le permitió adentrarse en mercados referentes en términos de desarrollo y movimiento corporativo como el Estadounidense o el Europeo, abriendo oficinas en Nueva York, Frankfurt, París, Viena, Ámsterdam, Zúrich o Bruselas, de donde proviene todo el grueso de sus ingresos. A su vez, se muestra como una firma enérgica en otros continentes emergentes —el Asiático o el Sudamericano—, incidiendo, cada vez más, en las necesidades financieras de las empresas que integran sus tejidos empresariales.

Por último, y antes de concluir el apartado de estrategias corporativas, en el 2017, Alantra ha estimado oportuno fusionarse con Catalyst Corporate Finance¹³, una boutique con sede social en Londres que emplea a 40 profesionales del sector y cuya facturación en el 2016 ascendió a 17 millones de libras. Durante los últimos 5 años, ha asesorado más de 100 transacciones con un valor agregado de 5.000 millones de dólares y cuenta con un conocimiento de los sectores servicios, industrial, consumo y tecnológico sobresaliente. La fusión entre estas dos firmas acentuará su presencia en el mercado global de banca de inversión, y más específicamente, en el anglosajón, tan concurrido y notable en el área de fusiones y adquisiciones (29% del mid-market global en M&A). Verá cumplidas sus aspiraciones de ser, con el paso del tiempo, una boutique más globalizada y diversificada para que su negocio no cuelgue exclusivamente de ciertos mercados o servicios. La finalidad de esta decisión es ampliamente estratégica y se basa en el fundamento de expandir su negocio más allá de las fronteras nacionales, dirigiéndose a mercados con elevadas potencialidades y rentabilidades pero manteniéndose siempre fiel con sus valores de marca.

4.3. Mid-Market

Las estrategias competitivas concretan cómo compite la empresa en los diferentes servicios y mercados donde interacciona. Deciden cuáles van a ser las características que le permitan hacer frente a las posibles amenazas de otras empresas para obtener así retornos y beneficios sostenibles en el tiempo. De la naturaleza de las ventajas competitivas hablaremos en el análisis estratégico interno que efectuemos más adelante (*vid.* 7. Del análisis estratégico interno de Alantra. 7.2. *Naturaleza de las ventajas competitivas*, p. 32)

¹³ Alantra (27 de Octubre de 2017), *loc. cit.*

Consecuentemente, puede afirmarse con rotundidad que, a través de la **diferenciación y especialización** de su negocio, consigue reforzar las fortalezas, combatir las amenazas, afrontar las debilidades y explotar las oportunidades. Por ello, y en comparación con otras boutiques y bancos que asesoran transacciones más complejas e importantes, Alantra consigue distanciarse focalizando su actividad en operaciones dentro del ámbito de empresas de tamaño medio. En términos estrictamente económicos suele utilizarse el concepto mid-market para referirse a las empresas medianas dentro de una misma economía. Sin embargo, la interpretación en el caso de Alantra es confusa y no facilita la comprensión, utilizada más para encuadrar y distinguir su actividad que para definirla. Entonces, y basándonos en los límites recomendados por la comisión en el diario oficial de la Unión Europea¹⁴, cuando hablemos de operaciones de fusión y adquisición, aludiendo a la transacción en la que una empresa, bien se adhiere a otra y reconstituyen su razón social, bien adquiere su patrimonio, cabría juzgar por mid-market como aquellos acuerdos en los que la empresa objeto o sujeto del contrato de adquisición y fusión estén valorados en una cuantía que les confiera la clasificación de mediana empresa. A pesar de ello, y debido a que los límites numerarios son algo difusos y distan en gran medida entre las distintas legislaciones, para simplificar las condiciones, *entenderemos simplemente mid-market como aquellas transacciones asesoradas; fusiones, adquisiciones, emisiones de deudas, etc., que sean reconocidas, con base en las características que el asesor considere oportuno, como mid-market, es decir, que no estén clasificadas ni como grandes ni como pequeñas operaciones.*

A modo de conclusión, la terminología económica circunscribe el concepto middle-market para aquellas compañías comprendidas como mediana-empresa, sin embargo, sería erróneo utilizar dicha categorización para definir la actividad de Alantra, puesto que, si echamos un vistazo a sus registros, muchas de las transacciones asesoradas están contenidas entre 10 y 1.000 millones dólares, muy por encima de las recomendaciones trasladadas por la comisión. En definitiva, hágase referencia al término mid-market para todas aquellas transacciones en las que, cualquiera que sea la cuantía en la que estén valorados sus intervinientes por la legislación, su importe esté acotado dentro de unos límites (entre 10 y 1.000 Mn\$) cuya superación significaría la clasificación como grandes operaciones (entre 1.000 y 10.000 Mn\$) o, incluso, como megadeals (> 10.000 Mn\$).

¹⁴ «La categoría de microempresas, pequeñas y medianas empresas (PYME) está constituida por las empresas que ocupan a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocio anual no excede de 50 millones de euros o cuyo balance anual no excede de 43 millones de euros» RECOMENDACIÓN DE LA COMISIÓN de 6 de Mayo de 2003 sobre la definición de microempresa, pequeña y mediana empresa. *Diario oficial de la Unión Europea*.

IV. SEGUNDA PARTE. ANÁLISIS ESTRATÉGICO

Hemos de decir que entre la pléyade de autores con competencias en la investigación de la dirección estratégica, Michael Porter destaca del resto por ser el pionero en esbozar, en su libro *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, un marco analítico que revolucionó, no sólo la teoría académica, sino el desempeño de las organizaciones para optimizar la gestión de los recursos. Y es que sus estudios sobre el análisis de la industria, entre muchos otros, han sido realmente utilizados por su aplicabilidad en la práctica de la dirección. A su vez, y quizá un poco menos reconocido, resalta el papel de Robert Grant por ser capaz de aunar en su tomo *Dirección Estratégica: Conceptos, técnicas y aplicaciones*, toda una guía de actuación que contemple el esquema para acometer cualquier decisión estratégica. Ambos serán los referentes tenidos en cuenta para llevar a cabo el análisis estratégico que procede. Entonces, y a pesar de la abrumadora cantidad de información acerca de la dirección estratégica que nos rodea, considérese que el análisis más apropiado es aquel que contenga una valoración tanto de la empresa como del entorno de la misma. Así, para comenzar, detallaremos la industria en la que está contenida Alantra, su evolución desde los años de la crisis y la incipiente aparición de las boutiques en el mercado de fusiones y adquisiciones. Posteriormente, nos adentraremos en el análisis externo, resumiendo primero el entorno general y específico, y abordándolo, después, a través de las cinco fuerzas de Porter. Por último, identificaremos sus recursos y capacidades, estudiaremos la naturaleza de sus ventajas competitivas y resumiremos toda la información del análisis elaborando un DAFO, ultimando el análisis estratégico interno.

5. DE LA INDUSTRIA

Antes de comenzar con el análisis de la industria, definámosla e identifiquemos a sus componentes. Michael Porter afirma que la industria es:

The group of firms producing products that are close substitutes for each other. In practice there is often a great deal of controversy over the appropriate definition, centering around how close substitutability needs to be in terms of product, process, or geographic market boundaries. (Porter, 1980, p.5)¹⁵.

Para aclararnos, entenderemos que son sustitutos *cualquier producto o servicio que elaborado o proporcionado por diferentes agentes, vaya dirigido a satisfacer una misma necesidad.*

¹⁵ «Grupo de compañías que elaboran productos cercanos sustitutos entre ellos. En la práctica a menudo hay mucha controversia acerca de la definición apropiada, centrada alrededor de cómo debe ser la sustituibilidad en términos de productos, procesos o límites geográficos»

Pues bien, si nos atenemos a dicha definición como fundamento para la delimitación de una industria, diremos que Alantra pertenece a la formada por todas las empresas, independientemente de su tamaño, facturación, índice de globalización, etc., que satisfagan toda **necesidad orientada a la asesoría financiera de fusiones y adquisiciones**, i. e., la industria de M&A. Están presentes, por lo tanto, los grandes bancos de inversión y asesoras independientes, así como firmas independientes de menor tamaño, auditoras y demás empresas de servicios financieros que cumplan con el mencionado requisito.

Apelando a los datos observados en la Tabla I, véanse las 20 firmas con mayor valor por operación asesorada en la industria de M&A, y su variación respecto del 2016, durante el primer semestre de 2017, acaparada, como viene siendo habitual, por Goldman Sachs y Morgan Stanley, referentes de la banca de inversión. Sin embargo, también cuenta con la presencia no tan habitual de pequeñas boutiques, a saber, Centerview, Parella, Moelis, Evercore o la propia Alantra; capaces de granjearse una posición destacada en el panorama global de fusiones y adquisiciones, y de las ya afamadas Lazard y Rothschild como principales representantes de asesoras independientes.

Tabla I. *Ranking Global M&A por valor de operaciones asesoradas primer semestre 2017*

Rank		H1 2017			H1 2016	
H1 2017	H1 2016	Nombre de la firma	Valor (Mn\$)	Nº Operaciones	Valor (Mn\$)	Variación en el valor
1	1	Goldman Sachs	449.448	148	417.465	7,7%
2	2	Morgan Stanley	296.754	128	309.844	-4,2%
3	4	Bank of America Merrill Lynch	283.848	93	202.415	40,2%
4	5	Citi	277.485	102	186.999	48,4%
5	3	JP Morgan	264.069	150	212.372	24,3%
6	7	Credit Suisse	197.178	91	161.088	22,4%
7	11	Lazard	190.565	114	114.239	66,8%
8	10	UBS Investment Bank	156.373	67	122.777	27,4%
9	8	Deutsche Bank	155.965	58	137.361	13,5%
10	13	Rothschild	124.031	134	84.716	46,4%
11	6	Barclays	120.130	67	168.001	-28,5%
12	22	Centerview Partners	101.098	22	39.973	152,9%
13	63	Perella Weinberg Partners	85.611	17	8.187	945,7%
14	9	Evercore Partners	82.357	79	134.039	-38,6%
15	34	Macquarie Group	72.952	37	20.733	251,9%
16	55	Mediobanca	68.239	15	9.958	585,3%
17	14	RBC Capital Markets	60.870	63	76.273	-20,2%
18	35	Moelis & Company	44.115	45	19.691	124,0%
19	15	HSBC	42.916	25	72.142	-40,5%
20	17	Alantra	35.875	33	50.576	-29,1%

Fuente: Elaboración propia. **Datos:** MergerMarket (10 Julio de 2017). *Global and regional M&A: H1 2017. Including league tables of financial advisors.*

Asimismo, los bancos de inversión también copan los primeros puestos según ingresos procedentes de la actividad de M&A (Tabla II). Normalmente, conforme mayor es el valor de las operaciones, mayores son las comisiones y honorarios cobrados, a pesar de que cada banco dispone de unas tarifas concretas en función del tipo de operación, tamaño, complejidad, tiempo requerido, etc., que pueden hacer variar su facturación. Por consiguiente, Goldman se alza como la firma con mayor cuota de mercado, casi 2 puntos porcentuales por encima de su seguidor, JP Morgan, y más de 5 por encima del resto de bancos más allá del 5º puesto. La usencia de las boutiques entre los primeros puestos por facturación, a excepción de Evercore, se debe, fundamentalmente, al menor valor de las operaciones que asesoran y al menor número de profesionales que emplean.

Tabla II. *Ranking Global M&A por ingresos y cuotas de mercado en el primer semestre de 2017*

Rank	Nombre de la firma	Ingresos (Mn\$)	Cuota %
1	Goldman Sachs	1.190	10,2
2	JP Morgan	999	8,6
3	Bank of America Merrill Lynch	833	7,1
4	Morgan Stanley	827	7,1
5	Citi	571	4,9
6	Lazard	540	4,6
7	Credit Suisse	502	4,3
8	Barclays	462	4,0
9	Evercore Partners	368	3,2
10	Deutsche Bank	292	2,5
	Total	11.662	100

Fuente: Elaboración propia. **Datos:** Dealogic (Julio de 2017)¹⁶.

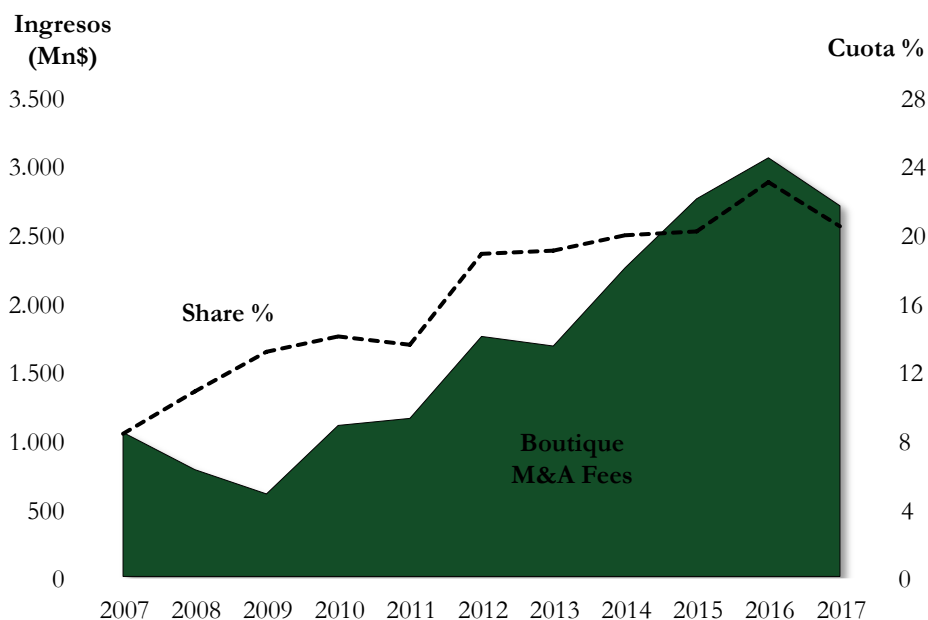
Por otro lado, y ya que han sido mencionadas las boutiques, remárguese el creciente poder que están adquiriendo en la industria de M&A. Vemos como tanto sus ingresos por comisiones y honorarios como su porcentaje respecto del total cobrado por la industria, esto es, la cuota de mercado, han venido creciendo desde la crisis ininterrumpidamente en el mercado más importante y evolucionado de fusiones y adquisiciones (Gráfico IV). Pasaron de acumular tan sólo cerca de un 8% de los ingresos por comisiones en 2007 a conseguir casi un 21% en 2015. Para el caso de Europa, los datos proporcionados por Reuters revelan que la cuota de mercado alcanzada por las boutiques se situaba cerca del 43% en 2015¹⁷ en comparación al 30,5% apuntado en 2007 con el boom de M&A.

¹⁶ Dealogic (Julio de 2017), *loc. cit.*

¹⁷ Thomson Reuters. *Business news. Europe's boutique firms stealing M&A market share, dealmakers, data shows.* [Fecha de consulta: 25 de Diciembre de 2017]. Disponible en: <https://www.reuters.com/article/us-boutique-banks-europe/europes-boutique-firms-stealing-ma-market-share-dealmakers-data-shows-idUSKCN10P092>

Así pues, la confianza depositada por las empresas en sus servicios sugiere que la tendencia registrada en la facturación continúe subiendo en menoscabo de los ingresos en la gran banca de inversión. Sus buenos resultados tienen su origen, también, en la buena marcha anotada por la industria en estos últimos años.

Gráfico IV. *Crecimiento de los ingresos y cuota de mercado de las boutiques M&A en US*



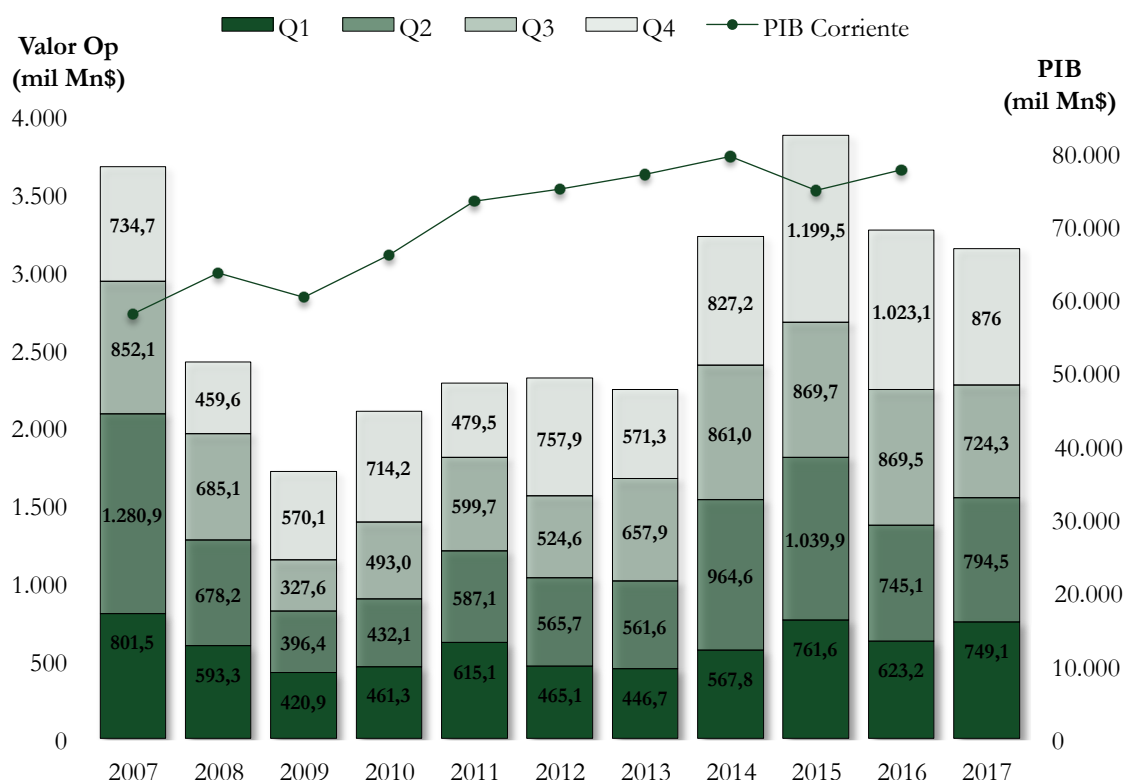
Fuente: Elaboración propia. **Datos:** Estimación de Dealogic (21 de Diciembre 2017). *The year in four charts. What happened across Investment Banking in 2017? Boutiques continue to flex their M&A muscle.*¹⁸

En cuanto a la evolución de la industria de M&A, depende, especialmente y como muchas otras, de los ciclos económicos (PIB) que repercuten en la movilidad corporativa en ese mismo periodo (Gráfico V). Después de situarnos en el etapa de exuberancia burbujeante económica (2007), cuando el valor de las operaciones de fusión y adquisición asesoradas alcanzó los 3,6 billones de dólares (*vid. Tabla 3*) —el mayor número registrado en la historia de la industria hasta entonces—, la fuerte crisis acontecida deterioro fuertemente la actividad; posiblemente a causa de la inseguridad institucional y económica que soportaron algunas empresas o de la quiebra y liquidación de muchas otras, viéndose reducida, durante los 6 años siguiente, a valores cercanos a los 2,5 billones de dólares. No fue hasta el año 2014 cuando se empezaran a arrojar los primeros rayos de esperanza en el sector, rozando importes cercanos previos al estallido e incluso siendo superados en el año 2015 —3,8 billones de dólares—.

¹⁸ Dealogic. *Insights. The year in four charts. What happened across Investment Banking in 2017? Boutiques continue to flex their M&A muscle.* [Fecha de consulta: 28 de diciembre 2017]. Disponible en: <http://www.dealogic.com/insight/2017-four-charts-what-happened-across-investment-banking/>

Actualmente, vivimos un periodo de consolidación en el sector favorecido por las enormes reservas de liquidez atesoradas en las empresas, culpa de los reducidos tipos de interés impuestos bajo el paraguas de los bancos centrales y por la buena marcha de la economía en general.

Gráfico V. Evolución global del valor de las fusiones y adquisiciones y del PIB entre 2007 y 2017



Fuente: Elaboración propia. **Datos:** MergerMarket (3 de Enero 2018). *Global and regional M&A report Q4 2017. Including league tables of financial advisors*, MergerMarket (8 de Enero 2017). *Global and regional M&A: Q1-Q4 2016. Including league tables of financial advisors* y Banco Mundial. *Datos. PIB (US\$ a precios actuales)*.

6. DEL ANÁLISIS EXTERNO DE ALANTRA

6.1. Entorno general y específico

El entorno se presenta como todo conjunto de factores exógenos que influyen de manera significativa en el devenir de una empresa en un determinado momento del tiempo. Existe una vasta cantidad de variables que pueden alterar el transcurso de una empresa, pero sólo algunas de ellas serán tenidas en cuenta en nuestro análisis. Apreciamos, así, el entorno general, compuesto por toda variable que afecte indiscriminadamente a las empresas de una industria, sector o economía, y el entorno específico, conformado por cualquier factor relativo al núcleo de relaciones comerciales de una empresa en concreto.

Son factores del **entorno general**, por ejemplo, un buen desarrollo de la economía que desencadene en una mejora de las condiciones financieras, y por ende, en un aumento en la actividad de fusiones y adquisiciones; un posible cambio en la legislación vigente que reclame unas necesidades de capital mínimo para la práctica de funciones de asesoría financiera, limitando así el número de empresas que presten dichos servicios; la intervención de los gobiernos en las operaciones corporativas para ralentizar su alcance; la promulgación y posterior imposición de leyes en defensa de la competencia que impidan, *ipso iure*, la fusión y adquisición entre empresas con grandes potencialidades; una eventual subida de los tipos de interés que anime a las empresas a conservar su liquidez en activos más rentables, acotando su actividad corporativa; un cambio en las creencias de las empresas sobre el papel de las fusiones y adquisiciones para la expansión y crecimiento del negocio o una rebaja en la reputación e idoneidad de los asesores en la correcta ejecución de los servicios prestados. Todos ellos son factores del entorno general que influyen, indirectamente, el entorno específico. Nos abstendremos, sin embargo, de explorar todos estos factores para focalizarnos en los componentes del entorno más específico de Alantra que de verdad supongan un condicionante claro en sus resultados futuros.

Los agentes que componen el **entorno específico** de una empresa, cualquiera que sea la forma de negocio, si de servicios o de elaboración de productos, pueden englobarse en tres grupos, a saber, **competidores, clientes y proveedores**. En entornos de empresas productivas, los clientes y proveedores pueden surgir como verdaderas fuerzas que trastocan la propia estabilidad de las compañías. Para las empresas de servicios, como el caso de Alantra, no existe el agente ‘proveedores’ como tal y adquieren mayor relevancia los clientes y los competidores. No cabe discusión alguna acerca de quiénes son los clientes de Alantra en el área de fusiones y adquisición, pues solamente las empresas, a fuer de ser un ente con personalidad jurídica propia, son las capaces de participar en una operación de estas singularidades. Concretamente, serán clientes todas las empresa cuya necesidad sea la de demandar un servicio de asesoramiento sobre una posible fusión o adquisición. En cambio, decidir quiénes son sus competidores puede resultar algo más complicado. Si entendemos que un competidor es aquel que satisface la misma necesidad que Alantra, no cabe duda de que todas las firmas que compongan la industria de M&A se hallarán como competidores suyos. Por el contrario, si consideramos que la competencia trasciende el mero hecho de satisfacer una determinada necesidad y abarca, además, empresas que por sus características mantienen una relación más íntima de competitividad, el abanico de firmas diferirá radicalmente de las establecidas para toda la industria.

Estas segundas quedarán representadas por todas las boutiques globales, que como Alantra, presten servicios de asesoría financiera en fusiones y adquisiciones, y dediquen grandes esfuerzos a especializar lo máximo posible su actividad. Por ello, los rasgos que las identifican como potenciales son, en primer lugar, la prestación de los mismos servicios (asesoría financiera de fusiones y adquisiciones) y, en segundo lugar, la condición de boutiques (<1.000 empleados) globales. Cumplen las condiciones descritas Evercore Partners¹⁹, Centerview Partners, Houlihan Lokey, Moelis & Co, Parella Weinberg Partners, Greenhill & Co, PJT Partners, Robey Warshaw, Zaoui & Co, y entre todas ellas, la española Alantra. En relación a estos competidores, Alantra se posiciona como la 1ª y 5ª boutique en EMEA y US respectivamente en función del cómputo según el valor de las operaciones de fusión y adquisición en el primer semestre del 2017 (Tablas III y IV).

Tabla III. *Boutiques por volumen asesorado EMEA*

Boutique	Valor (Mn\$)	Nº Operaciones
Alantra	35.562	20
Robey Warshaw	32.873	3
Moelis & Co	19.273	5
PJT Partners	15.569	7
Evercore Partners	10.778	21
Houlihan Lokey	9.085	17
Zaoui & Co	7.400	2
Greenhill & Co	5.624	4
Centerview Partners	4.993	5
Leonardo & Co	2.027	2
Total	659.773	

Tabla IV. *Boutiques por volumen asesorado US*

Boutique	Value (Mn\$)	Nº Operaciones
Evercore Partners	71.400	65
Parella Partners	41.600	20
Moelis & Co	41.200	31
Centerview Partners	35.800	23
Alantra	31.500	8
Robey Warshaw	17.900	1
Sandler O'Neill	13.500	39
Piper Jaffray & Co	11.900	35
PJT Partners	11.300	10
Houlihan Lokey	9.300	72
Total	744.300	

Fuente: Elaboración propia. **Datos:** Dealogic (Julio de 2017)²⁰ y *Quarterly Markets Review. First Half 2017: Americas*.

6.2. Análisis estructural de la industria. Fuerzas de Porter

Detallados los componentes de la industria y del entorno de Alantra, comencemos con el desarrollo de su análisis estructural. Originalmente, Michael Porter realizó sus estudios con el objetivo de determinar el grado o nivel de competencia dentro de una industria en concreto. Descubrió que las industrias obedecen a cinco fuerzas, a saber, poder negociador de proveedores y clientes, amenaza de productos o servicios sustitutos, amenaza de nuevos entrantes y rivalidad entre las empresas existentes (Porter, 1980). Cada una de estas fuerzas depende, a su vez, de otros factores que las intensifican o atenúan, y moldean la industria fijando su competitividad y rentabilidad.

¹⁹ Evercore, a pesar de emplear cerca de 1.300 empleados, por su no desdeñable semejanza con el resto de boutiques, será incluida en su mismo grupo.

²⁰ Dealogic (Julio de 2017), *loc. cit.*

Toda industria queda sometida a **la amenaza de entrada de nuevas empresas**. Su explicación se debe a las enormes oportunidades que se crean cuando en un sector se obtienen cuantiosos beneficios, actuando como un radar para empresas en búsqueda de ampliar sus ganancias. Así, cuanto mayores sean o sea la inversión necesaria, la estructura de costes que exija la adopción de economías de escala, la ventaja en costes de las ya instaladas, la diferenciación del servicio, las barreras al acceso de los canales de distribución y las barreras administrativas y legales, mayores serán las dificultades para introducirse en una determinada industria, es decir, mayores serán las barreras a la entrada (Porter, 1980).

Los mínimos costes requeridos para ejercer la actividad como asesor financiero en fusiones y adquisiciones; los constitutivos en la creación de una sociedad y los que cubran el resto de gastos accesorios durante los primeros años de apertura, reducen la inversión necesaria y eliminan las exigencias de contar con economías de escala. La estructura de costes de estas firmas está sujeta, en su mayoría, por los gastos deducidos del propio ejercicio de la actividad, i. e., tiempo empleado para cada operación, y son sufragados por los honorarios y comisiones percibidas de los servicios. Por lo tanto, el único coste oportuno que deben afrontar proviene de la remuneración de sus empleados (por ejemplo, para el caso de Alantra, supusieron el 53% de la cifra de negocios en 2016, *vid.* **Tabla. 1**), siempre y cuando cuenten con ellos, pudiendo prescindir de su pago a través de la asunción de un modelo mercantil dirigido por socios, o en la jerga, *partners*, muy común en la práctica dentro de los servicios financieros y legales, donde la principal fuente de ‘salarios’ corresponde al reparto de los beneficios.

Por otro lado, apenas existe una diferenciación ente los servicios prestados por las distintas firmas, si bien es cierto que no todas dedican el mismo tiempo y esfuerzo a resolver los problemas de los contratantes, afectando favorable o desfavorablemente en su fidelización. Un factor que sí incide decisoriamente en la selección de una u otra firma y que puede suponer un obstáculo en la entrada de nuevas empresas es la reputación. Normalmente, en la industria de fusiones y adquisiciones, las nuevas firmas que cosechan éxito son fundadas por ex profesionales con un amplio bagaje y reputación en el sector que deciden desprenderse de sus antiguos puestos para devenir en una nueva empresa más pequeña, pero más rentable, habida cuenta de la posibilidad de atraer la cartera de clientes que consiguieron en sus trabajos anteriores. Los casos más ilustrativos son, por ejemplo, el de la firma Robey Warshaw, creada por los ex banqueros Simon Robey (Morgan Stanley) y Simon Warshaw (UBS); Centerview Partners, dirigida por Blair Efron (UBS) y Robert Pruzman (McKinsey & Co) o Ken Moelis (UBS) de Moelis & Co.

Por último, en el ámbito legal Español, las empresas de asesoramiento financiero quedan regidas por el Real Decreto Legislativo 4/2015²¹ y por el Real Decreto 217/2008²². A efectos de las normas dispuestas en el art.º 143.5 de la LMV, las empresas de asesoramiento financiero son “aquellas personas físicas o jurídicas que exclusivamente pueden prestar los servicios de inversión previstos en el artículo 140.g)²³ y los servicios auxiliares previstos en el artículo 141.c)²⁴ y e)²⁵”. Así, y por lo especificado en los artículos 14, 21, 22 y 23 del Real Decreto 217/2008 sobre los requisitos jurídicos y financieros necesarios para que las empresas de asesoramiento antes descritas obtengan y conserven la autorización en el ejercicio de su actividad, pueden surgir grandes trabas para el acceso, por lo menos para las empresas Españolas, a la industria de fusiones y adquisiciones. Sin embargo, y he aquí la ambigüedad del ordenamiento jurídico Español a este respecto, cuando en el art.º 144.1²⁶ de la LMV se alude a la imposibilidad por parte de personas físicas o jurídicas de llevar acabo, sin la pertinente autorización, de una serie de servicios de inversión y auxiliares entre los que **no** viene contenido el asesoramiento financiero de fusiones y adquisiciones. Basándonos en lo dictado por dicho artículo, no será requerido, para el exclusivo ejercicio de las funciones de asesor financiero en operaciones de fusión y adquisición, ningún tipo de autorización, pudiendo uno abstenerse de satisfacer los requisitos legales y financieros exigidos por el Real Decreto 217/2008, y revestir la creación de la nueva empresa bajo la denominación societaria que crea oportuno, cumpliendo, claro está, con los reglamentos que vengán impuestos por la correspondiente ley, esta es, la LSC²⁷. A nivel fiscal, dependerá, en mayor o menor medida, de la domiciliación desde donde se presten los servicios, agravado, el pago impositivo, en aquellos países con una mayor presión tributaria, y aminorado en aquéllos donde la presión se halle reducida.

²¹ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

²² Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

²³ *Vid.* Art.º 140.g): “El asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros”.

²⁴ *Vid.* Art.º 141.c): “El asesoramiento a empresas sobre estructura de capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas”.

²⁵ *Vid.* Art.º 141.e): “La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativas a las operaciones sobre instrumentos financieros”.

²⁶ *Vid.* Art.º 144.1: “Ninguna persona o entidad podrá, sin haber obtenido la perceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos, desarrollar con carácter profesional las actividades previstas en el artículo 140 y en el artículo 141. a), b), d), f) y g)”.

²⁷ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Toda industria queda sometida a la **amenaza de productos sustitutivos**. La existencia de productos sustitutivos pone techo a los precios o tarifas que puedan aplicar las empresas por sus servicios. Además, cuanto mayor sea la inclinación de los consumidores a escoger entre otros servicios, en el caso de que los haya, mayor será la amenaza para las empresas ya instaladas de perder las relaciones con sus propios clientes. Y cuanto mayor sea, también, la relación precio-prestación del servicio, más complicado será para las nuevas empresas encontrar otros productos sustitutivos que aparten a los ya presentes (Porter, 1980).

Recordemos que sustitutivo es todo servicio que satisfaga una misma necesidad. En nuestro caso, la ausencia de un servicio sustitutivo claro —la única opción viable que permite a las empresas renunciar a los servicios del asesor es la de adoptar ellos mismos los procedimientos normalizados de una operación—, y la importancia que tienen los asesores por la profesionalidad y experiencia que aportan, disminuye apreciablemente la amenaza de que otros sustitutivos reemplacen el asesoramiento en materia de fusiones y adquisiciones. Quizá una solución aceptable para los clientes —empresas—, pero mucho más radical si cabe, sea la reformulación de las estrategias corporativas, i. e., descartar la opción de fusionarse o adquirir una empresa y buscar otras vías de expansión que puedan generar el mismo valor. Dicho caso daría cuando las comisiones aplicadas por los asesores llegaran a tal nivel que presionasen a las empresas a buscarse otras formas de crecimiento. Entonces, sí que supondría una amenaza latente para la perdurabilidad del sector de M&A, y las alternativas de las firmas incluirían, por ejemplo, el replanteamiento de su actividad, complaciendo las nuevas necesidades de las empresas, o la reducción de las tarifas, y por consiguiente, de sus márgenes, para evitar la fuga de clientes en la industria. Por lo tanto, una empresa cliente acatará los honorarios pagados siempre y cuando el valor que le reporten esos servicios supere los beneficios que obtendría en el caso de internalizar el proceso de asesoramiento. En definitiva, la inexistencia de productos sustitutivos y los elevados costes acarreados por prescindir de las ayudas del asesor, da pie a que los grandes bancos de inversión, asesorías independientes y boutiques oferten sus servicios so cobro de unas comisiones un poco menos competitivas (según el análisis del Financial Times, la media de comisiones cobradas a la parte vendedora ‘sellside’ es de 1,2% para operaciones entre 500 y 1.000 Mn\$, de 0,92% entre 1.000 y 5.000 Mn\$, de 0,5% entre 5.000 y 10.000 Mn\$, de 0,29% entre 10.000 y 25.000 Mn\$, y de 0,2% para mayores de 25.000 Mn\$²⁸).

²⁸ *Financial Times. Mergers & Acquisitions. Goldman Sachs dominates the league table that matters: deal fees.* [Fecha de consulta: 11 de Enero de 2018].

Toda industria queda sometida al **poder negociador de proveedores y clientes**. Un alto poder negociador de proveedores y clientes limita los precios de la industria y obliga a las firmas a promover unos mejores servicios. Por ello, la importancia que tenga para la empresa un cliente o proveedor en términos de volumen de negocio, la diferenciación en los servicios prestados, la trascendencia para el comprador de los costes de adquirir el servicio en relación a sus costes totales, la existencia de costes de sustitución, la calidad de los servicios, la posibilidad de producirse integraciones verticales, la accesibilidad a toda la información sobre el servicio y el tamaño y concentración de los clientes o proveedores respecto a la cantidad de empresas, modifica, positiva o negativamente, el poder negociador de proveedores y clientes (Porter, 1980). Es importante aclarar que no existe la figura del proveedor en la industria de M&A principalmente porque las empresas de servicios, a diferencia de las productivas, no necesitan adquirir bienes de órdenes superiores o *inputs* para ejercer su actividad. Una vez hecha la puntualización, centraremos el análisis en el poder negociador de los clientes, distinguiendo dos clases de factores que lo fomentan; la sensibilidad de estos al precio y su poder relativo de negociación (Grant, 1996), siendo mayor la capacidad para influenciar en los precios y calidades de los servicios ofertados cuanto mayor sea esa sensibilidad y ese poder.

En primer lugar, desde la perspectiva del cliente, una fusión o adquisición no se imputa como un coste recurrente que figure en su cuenta de resultados habitual. Son operaciones que se dan muy ocasionalmente, especialmente entre empresas de tamaños medianos y grandes. Así, la poca representatividad de los costes derivados del pago de los honorarios y comisiones —comprendidos entre el 3% y el 0,01% para la parte vendedora²⁹— sobre el total de costes —en estos casos, resultado, bien de lo aportado para la adquisición cuando hablemos de la parte compradora, bien del coste de oportunidad originado por la enajenación cuando hablemos de la parte vendedora—, y la escasa diferencia entre los servicios que prestan los asesores, implica, como consecuencia de la baja sensibilidad a los precios, que los clientes sean menos propensos a cambiar de firma si esta ve incrementadas sus comisiones. En adición, y a pesar de no haber diferencia alguna entre los servicios, la calidad es una cualidad realmente buscada por los clientes, quienes tienden a escoger entre firmas cuya dedicación en las operaciones sea la máxima posible, aceptando, por ello, el cobro de unas comisiones más elevadas en comparación a las que se abonarían de haber nombrado a una firma de menor reputación como asesor de confianza.

²⁹ *Íd.* Generalmente, las comisiones cobradas a la parte vendedora suelen alcanzar cotas algo más altas que las cobradas a la parte compradora de la misma transacción.

En contraste, la elevada proporción que supone para los ingresos de alguna de estas firmas las comisiones cobradas a determinados clientes —su privación entrañaría un severo desastre para su negocio— constituye una poderosa fuerza de dependencia a favor de dicho colectivo, permitiéndose la licencia de acordar unos precios más apropiados y justos.

Por otro lado, el tamaño y concentración incide fuertemente en el poder relativo negociador que tienen los clientes en relación a las firmas de la industria. Aunque anteriormente mencionábamos que todas las empresas, por el hecho de serlo, pueden situarse como un cliente, la verdad es que solamente aquellas que tengan previsto ejecutar una fusión o adquisición son consideradas como potenciales. De acuerdo a lo expresado, y asumiendo que en una transacción intervienen dos partes, el número de empresas globales, en 2017, que fueron partícipes en una operación de fusión y adquisición, y que por lo tanto, pudieron o no contratar a un asesor, giró entorno a las 37.000³⁰, apreciándose, entre ellas, grandes disparidades en sus dimensiones (el espectro de tamaños abarcó desde empresas con un valor aproximado de 68.400 Mn\$ —la adquisición de la cadena Fox por parte de Walt Disney—, hasta operaciones que integraron empresas con valores patrimoniales más tímidos —la absorción de BMN por Bankia está valorada en 825 Mn€—). Equiparando ese número de empresas con el número de firmas que se mostraron más activas a nivel global en la industria de M&A —cerca de 150³¹ abrazaron en su totalidad el mercado de fusiones y adquisiciones—, el desequilibrio, a razón de 246 empresas por cada firma, evidencia la notable fuerza que poseen las asesoras respecto a sus clientes. Subráyese que según los datos extraídos del diario Financial Times procedentes de Dealogic, el número total de ‘casas’ que tuvieron alguna implicación en la actividad de fusiones y adquisiciones durante los últimos 7 años se ubicó en 3.800³². Tomando como referencia esas cifras, y considerando que se mantuvieran constantes, a cada firma le corresponderían 10 empresas, una relación mucho más modesta comparada con la calculada utilizando las 150 firmas con mayor ‘dinamismo’ del sector. Sin embargo, carece de todo rigor pues ni sabemos si ahora realmente coexisten en la industria 3.800 firmas, ni su voz en el mercado de fusiones y adquisiciones es lo suficientemente importante como para ser sopesadas.

³⁰ Según el informe emitido por MergerMarket sobre la actividad global de M&A en el 2017, el número de operaciones, anunciadas o completadas, ascendió a las 18.433. Si estimamos que en cada acuerdo interaccionan al menos dos partes, alrededor de 37.000 empresas habrían intervenido en una operación de fusión y adquisición. MergerMarket (3 de Enero 2018), *loc. cit.*

³¹ El cálculo de las 150 firmas procede del recuento realizado de todas aquellas que figuran en algún ranking de entre todos los países utilizados por MergerMarket conforme al informe elaborado sobre la actividad global de M&A en el 2017. *Ibid.*, pp. 40-67.

³² *Financial Times. Investment Banking. Boutique advisers maintain appeal despite big bank criticism.* [Fecha de consulta: 11 de Enero de 2018]

Otro factor que intensifica el poder en contra de los clientes proviene del hermetismo informativo que torna alrededor de los precios en la industria. Las firmas, para asegurarse la obtención de un mínimo de ingresos en caso de que las transacciones no tengan lugar, fijan unas comisiones *ex ante*, o ‘retainer fees’, cobradas independientemente de si la operación finaliza o no. Posteriormente, al término de la fusión o adquisición, estos perciben el resto de las comisiones, denominadas ‘success fees’, como porcentaje sobre el valor total de la operación³³. A pesar de todo, los precios de estas comisiones no vienen reguladas por ningún mercado ni manifestadas en ningún folleto que precise sus precios, aumentando, así, la incertidumbre de los clientes, incapaces de averiguar el coste total del acuerdo.

Además, en perjuicio del poder relativo de negociación, los clientes se ven impedidos de ejecutar una integración vertical, i. e., incorporar ellos mismos los procedimientos oportunos de una fusión o adquisición, consecuencia directa de los elevados costes, monetarios y no monetarios, que deberían acarrear si así fuere, y por la menor experiencia de la que disponen en la gestión y organización de operaciones corporativas —una empresa que lleve años siendo colaborador en este tipo de acuerdos y que cuente con un personal experimentado puede emitir juicios más correctos y acertados en comparación a los que puedan emitir los miembros de la dirección financiera de una empresa que solamente cuente con un grupo reducido de analistas—. Por último, no existe un servicio sustitutivo que satisfaga de igual manera la asesoría financiera de fusiones y adquisiciones, y por ello, tampoco el coste de sustitución implícito.

Toda industria queda sometida a la **rivalidad existente entre sus competidores**. No hay fuerza que impulse más la competitividad en una industria que la rivalidad entre sus propios integrantes, iniciando un estado de vinculación mutua, y forzando a las empresas a tomar medidas para combatir las decisiones estratégicas adoptadas por el resto (Porter, 1980). Dicho esto, la rivalidad de una industria será mayor cuanto menor sea la concentración y mayor la diversificación de sus componentes. Así, en industrias con bajos índices de concentración y alta diversidad entre empresas, los precios tienden a igualarse a los costes, redundando en beneficio de los consumidores y clientes, al contrario que aquellas industrias con altos índices de concentración y una baja diversidad, donde las pocas empresas líderes se adueñarían del poder de promover políticas de precios más agresivas sin ver damnificada su demanda.

³³ Aparte de las citadas, más comunes en la práctica, las firmas pueden exigir el cobro de todas las comisiones que crean convenientes. Para más información sobre las comisiones y los métodos utilizados en su determinación véase: *Investment Bank. M&A advisory fees*. [Fecha de consulta: 11 de Enero de 2018]. Disponible en: <https://investmentbank.com/fees/>

Las dos medidas por excelencia utilizadas para el cálculo de la concentración de una industria son el ratio de concentración (CR) y el índice de Herfindahl (H). Para la primera, se procede a la suma de la cuota de mercado de las cuatro, seis, ocho o diez primeras empresas, siendo mayor la concentración cuanto mayor sea la suma, y para la segunda, se realiza la suma del cuadrado de las cuotas de mercado de todas las empresas que la compongan, y en función de en que rangos quede comprendida (0 y 1), será clasificada, generalmente, como monopolio ($H > 0,7$), oligopolio ($0,2 < H < 0,7$) o competencia perfecta ($H < 0,2$). Así pues, apoyándonos en la información de la Tabla V donde se muestran las cuotas de mercado; basándonos en los ingresos de cada una, estándares y elevadas al cuadrado de las 150 empresas más importantes del sector en el primer semestre del 2017, del índice de concentración (CR₄) se deduce que las 4 primeras firmas obtuvieron el 33% de los ingresos totales de la industria y el resto quedó repartido entre las 146 siguientes.

Tabla V. *Cuotas de las 150 principales firmas de M&A en el primer semestre 2017*

Rank	Banco de inversión	Cuota	Cuota ²
1	Goldman Sachs	0,10	0,0104
2	JP Morgan	0,09	0,0073
3	Bank of America Merrill Lynch	0,07	0,0051
4	Morgan Stanley	0,07	0,0050
5	Citi	0,05	0,0024
6	Lazard	0,05	0,0021
7	Credit Suisse	0,04	0,0019
8	Barclays	0,04	0,0016
9	Evercore Partners	0,03	0,0010
10	Deutsche Bank	0,03	0,0006
140	Otras	0,44	0,0014*
	Total	100	0,0389
	CR₄	33%	

*La cuota de mercado al cuadrado de las 140 empresas restantes proviene de dividir su cuota total, 0,44, entre 140, elevarla al cuadrado, y multiplicarla una vez más por 140.

Fuente: Elaboración propia. **Datos:** Dealogic (Julio de 2017)³⁴.

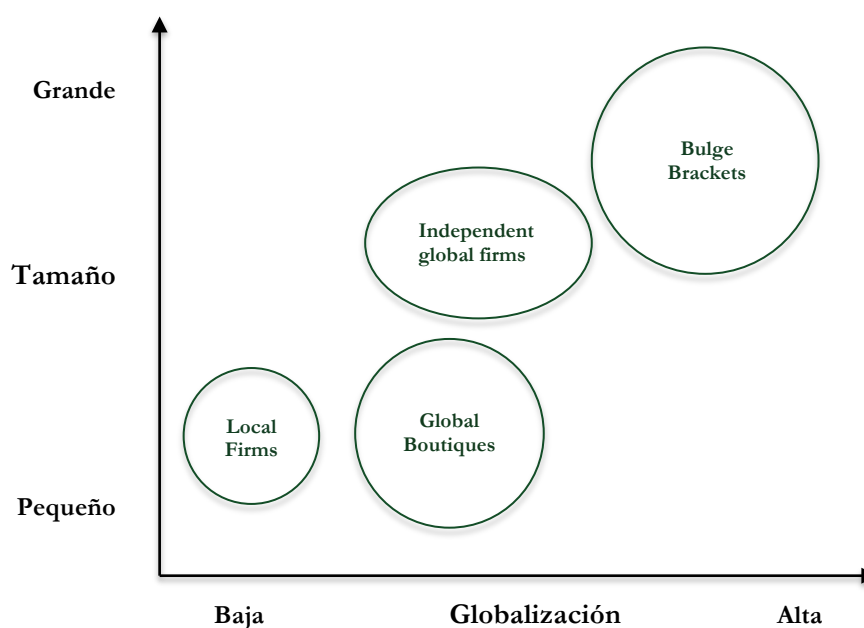
No se tuvieron en cuenta para el cómputo de la CR y de la H, las 3.650 firmas totales, esencialmente por la baja significación que aportarían, en términos de cuota de mercado, al análisis de la concentración. Posteriormente, añadiendo a las 4 primeras, las 6 firmas siguientes (CR₁₀), la concentración se ve incrementada hasta alcanzar el 56,46% de la cuota total, solamente 22 puntos porcentuales más en comparación a los 33 aumentados para el CR₄, demostrando que a medida que se avanza gradualmente entre las ulteriores firmas, la importancia de sus cuotas se va reduciendo hasta casi disiparse.

³⁴ Dealogic (Julio de 2017), *loc. cit.*

Asimismo, el valor del índice H para la industria compuesta por las 150 firmas más relevantes a escala global se sitúa en un nimio 0,0389, evidenciando la nula o casi nula concentración del sector. Sin embargo, dicha cifra se debe fundamentalmente al complejo y laborioso proceso de recopilar toda la información que pudiera precisar la cuota de mercado de las 140 restantes, y por lo tanto, viendonos forzados a estimar que estas 140 subsiguientes obtuvieron exactamente la misma fracción, se contribuyó a rebajar el valor del índice a cifras algo más reducidas y engañosas. Por ello, y pese a que el índice H real difiere en alguna que otra milésima del computado, puede servir para orientarnos de cara a deliberar acerca del tipo de industria frente a la que nos hallamos. Así, podemos aseverar que, sobre la base de lo calculado, la industria de M&A ni mucho menos pertenece a la categoría de monopolio u oligoplio, sino que su posición se aproximaría más a la de una competencia cuasisimétrica, donde las firmas que la forman, respaldadas por cuotas muy semejantes, rivalizan estrechamente para hacerse con mayores porciones del mercado.

En cuanto a la diversificación, será abordada conforme a la determinación de los diferentes grupos estratégicos que puedan examinarse en la industria de M&A (Gráfico VI).

Gráfico VI. *Grupos estratégicos dentro de la industria de M&A*



Fuente: Elaboración propia.

Para la asignación de las firmas a sus respectivos grupos estratégicos será de aplicación, primero, el nivel de globalización, medido por el número de países hasta los que se extiende su actividad, y segundo, el tamaño y complejidad, medido según el número de empleados que tengan contratados y el número de productos y servicios ofertados.

En función de dichas variables, se distinguen cuatro grandes grupos estratégicos:

- a. *Bulge Brackets*. También conocidos como grandes bancos de inversión, son todas aquellas empresas que además de prestar servicios de asesoría en fusiones y adquisiciones, se dediquen a servir de todo tipo de prestaciones financieras, incluyendo las relativas a la banca comercial y banca de inversión, gestión de fondos y patrimonios e intermediación y custodia de activos como bonos, obligaciones, acciones o divisas. Se extienden a casi todos los países con una mínima actividad financiera y sus tamaños son mucho más grandes en comparación a los de los otros grupos estratégicos. Son *Bulge Brackets* Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Citi, Barclays, Credit Suisse, Deutsche Bank o UBS.
- b. *Independent global firms*. Al igual que los *Bulge Brackets*, las firmas globales independientes surten de casi todos los servicios financieros habidos, sin embargo, su nivel de globalización y tamaño, en la gran mayoría de casos, es apreciablemente inferior. A pesar de todo, la diferencia principal recae en que se muestran como firmas independientes, i. e., no mantienen ninguna otra relación comercial con sus clientes. Son catalogadas como tales las grandes auditoras, o *big four*, aunque bien podrían adjuntarse en un grupo estratégico propio, como Deloitte, PwC, EY y KPMG, y otras firmas independientes tales como Lazard o Rothschild, que no pertenecen al grupo de boutiques por su mayor tamaño pero tampoco al de *Bulge Brackets* por la menor oferta de servicios de inversión.
- c. *Global Boutiques*. Las boutiques globales son aquellas firmas que por lo general están especializadas en el área de fusiones y adquisiciones, aunque muchas de ellas ya admitan otras actividades relacionadas con la banca de inversión o incluso con la gestión de activos y patrimonios. Su tamaño es incluso más reducido que el de las grandes firmas internacionales aludidas en el grupo anterior, pero no su índice de globalización, ostentando, también, la condición de firmas independientes. Pertenecen a este grupo las ya mencionadas Centerview Partners, Robey Warshaw, Alantra, Moelis, Greenhill o Parella.
- d. *Local Firms*. Se hace referencia a las firmas locales cuando se habla de todas aquellas empresas que prestan servicios de asesoría financiera, al igual que el resto de grupos, pero cuyos límites geográficos se restrinjan a los mercados locales. Fieles ejemplos ilustrativos son, para el caso de España, AZ Capital o Arcano, además de todas las EAFI (Empresas de asesoramiento financiero) inscritas en los registros convenientes.

7. DEL ANÁLISIS INTERNO DE ALANTRA

7.1. Recursos y capacidades

El beneficio es la demostración de que la empresa, gracias a la eficiente organización de los recursos y capacidades, obtiene un rédito de sus intercambios con otros agentes económicos, es decir, es el indicador que le permite saber si está gestionando adecuadamente esos recursos, y si es capaz de satisfacer bienamente las necesidades del resto de individuos de la sociedad. Diremos, respaldando las afirmaciones de Grant, que tanto el ámbito externo (atractivo del sector) como el interno (ventajas competitivas) son responsables de su alcance, muy a pesar de algunos autores que, en contra del convencimiento sobre el poder del sector en el beneficio empresarial, arguyen que solamente una óptima coordinación de factores es la responsable de una acertada toma de decisiones (Grant, 1996). Pues bien, una vez analizado el ámbito externo de Alantra, nos adentraremos en el análisis interno –esencia de la ventaja competitiva–, a través de la identificación de sus recursos y capacidades, y del lazo que une esos recursos y capacidades con la naturaleza de la ventaja competitiva antes mencionada.

La literatura económica, y más en concreto, la referente al análisis estratégico, clasifica **los recursos** en tres categorías, a saber, los tangibles, es decir, aquellos fácilmente observables y medibles; los intangibles, es decir, aquellos difícilmente cuantificables pero susceptibles de ser valorados; y el capital humano, es decir, todos los empleados que forman parte del proceso de producción, o en su defecto, de la provisión de servicios (Grant, 1996). Explorar todos los recursos de una empresa puede resultar arduo, y en la mayoría de ocasiones, innecesario. Por ello, escogeremos, de entre todos los posibles, los que mayor implicación tengan en la conquista de la ventaja competitiva. Ya fue declarada en su momento (*vid.* 2. De Alantra. 2.1. *Alantra, una boutique renovada*, p. 6) la relevancia; extrapolable, también, para todas las firmas de la industria, de los empleados en los servicios financieros que proporciona Alantra. Ciertamente, es el único recurso, conjuntamente con la reputación y conocimiento, que por sus propiedades intrínsecas (valioso, raro, inimitable y organizado), puede ser determinante en la culminación de una ventaja competitiva sostenible. Son los profesionales de Alantra, por su conocimiento de los distintos sectores, por su experiencia e implicación en las operaciones corporativas, por la red de contactos y clientes que poseen, o por la predisposición hacia los servicios que prestan, una recurso realmente importante para el logro de los objetivos definidos.

Mas preguntémosnos, ¿Por qué son, los profesionales relacionados con Alantra, tan valiosos, raros, inimitables y organizados? Bien, en primer lugar, todos ellos seguramente dominan los conocimientos generales sobre temas económicos y financieros, además de contar con una experiencia, al menos en los mandos superiores, muy amplia para cualquier operación corporativa. Adicionalmente, sus labores vienen determinadas por el rango de su puesto y por el sector de actividad hacia donde vayan encaminados sus servicios; química, automoción, consumo y venta al por menor, sanidad, tecnológico, alimenticio o aeroespacial³⁵. Así pues, cada empleado se especializa en el sector en el que tenga mejores atribuciones, motivo por el cual, las firmas encaran fuertes disputas por ‘fichar’ o formar a los mejores talentos de cada industria. Además, no sólo necesitan entender los mercados y productos complejos, sino también ostentar unas habilidades sociales y negociadoras excepcionales. Por último, y quizá la más importante, para que este tipo de firmas, Alantra, puedan sobrevivir a las mareas y vaivenes de la industria, es condición *sine qua non* que posean, tanto sus empleados; los de mayor responsabilidad, como la firma en general, una reputación y reconocimiento que les preceda. No hay nada más nocivo para la subsistencia de estas firmas que la pérdida de prestigio y la desconfianza por parte de los clientes en sus servicios. En definitiva, Alantra podrá disponer de más o menos recursos financieros, económicos, tecnológicos o culturales, pero no podrá prescindir del alto valor que aportan sus propios empleados a los resultados de la firma. Y para retener este talento en sus ‘filas’, adopta un esquema retributivo basado en unas prestaciones fijas con bandas salariales para cada categoría, y en unas prestaciones variables en relación a los objetivos alcanzados, bien por la división sectorial en la que trabajen, bien por los establecidos para cada uno.

Sin embargo, de nada sirve el capital humano sin una buena organización que explote sus fortalezas y sus aptitudes. Corresponde a la dirección saber gestionarlos y coordinarlos en pos de crear **capacidades** que cumplan, lo mejor posible, con los menesteres de sus clientes. Gracias a la agrupación de sus profesionales en sectores industriales, Alantra consigue que adquieran un nivel de especialización que les permita enfrentarse a operaciones complejas. Tanto analistas, por sus conocimientos técnicos, como directores, por su experiencia, reputación y trayectoria, cooperan con el fin de lograr el mayor valor para el cliente, que es, en última instancia, el objetivo buscado por toda firma. Entenderemos, entonces, capacidades, como las aptitudes de empresas y trabajadores para resolver los problemas que se originen en el curso normal de una organización, i. e., clientes, sistema organizacional, financieros, comerciales, calidad de servicios, etc.

³⁵ Alantra. *Corporate Finance*, loc. cit.

Aunque la elaboración y elección de un buen esquema organizacional, la eficaz gestión de los recursos financieros, o la posesión de una red clientelar robusta pueden ser capacidades clave para alcanzar el éxito, la fuente de valor principal emana de la facilidad para dar solución a los problemas de sus clientes. El conocimiento, por parte de los empleados de Alantra, en las distintas áreas o sectores industriales, y su experiencia y reputación en operaciones de fusión y adquisición, les permite emitir juicios y valoraciones mucho más acertadas que las del resto de firmas comparables, y reforzar la confianza de los clientes en su capacidad para satisfacer, con plena garantía, sus necesidades.

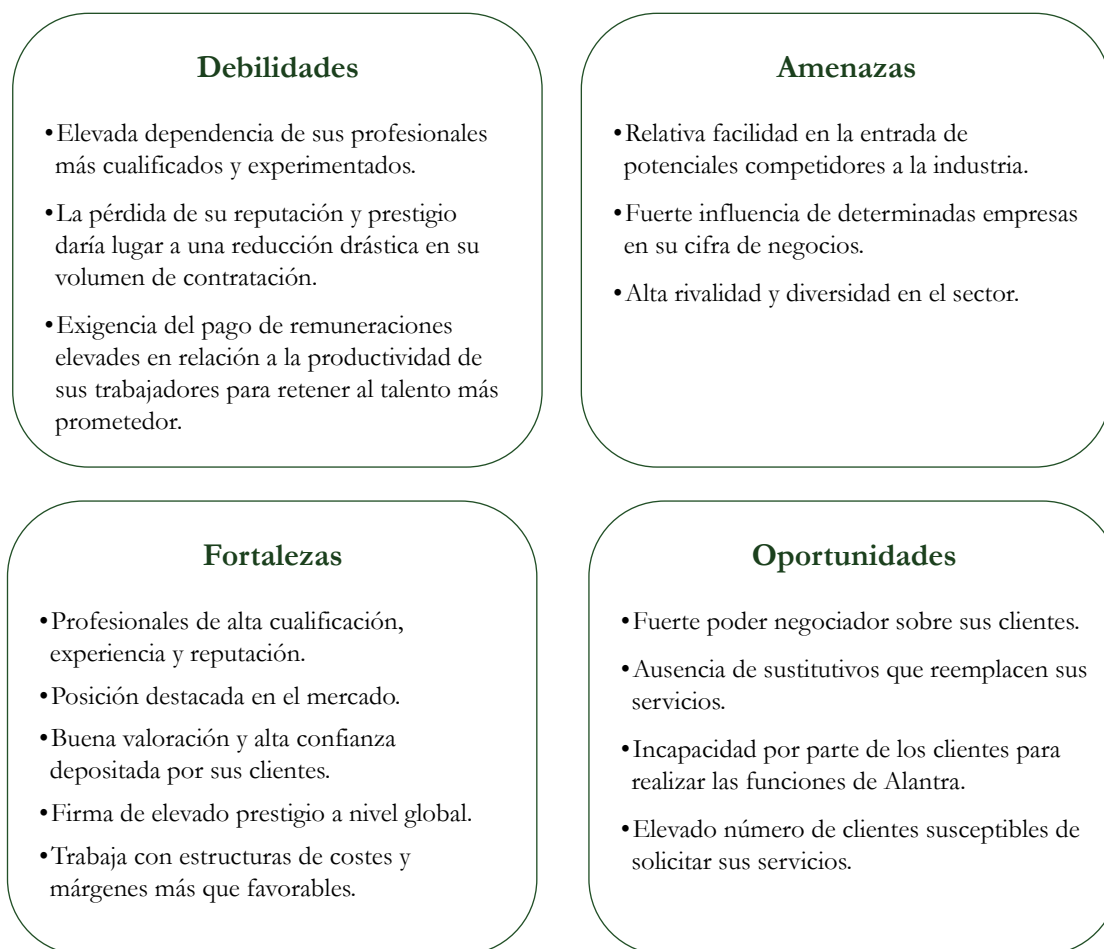
7.2. Naturaleza de la ventaja competitiva

Ventaja competitiva es toda posición de dominancia dentro de un sector o industria obtenida como consecuencia de alguna característica distintiva. Para identificarla, bastará con preguntarse ¿Por qué los clientes, en su deseo de darle solución a las necesidades sobre una fusión o adquisición, eligen Alantra como firma de confianza y no a otra que se le asemeje? La respuesta a esta pregunta está relacionada con las capacidades de la firma, y es, además, la esencia de la ventaja competitiva. Pues bien, Alantra es un experto en cumplir con las exigencias de sus clientes; conoce a la perfección qué necesitan, cuándo lo necesitan y cómo lo necesitan, consagrándose, por ello, como una firma de excelsa reputación y prestigio. Esa es la razón; el reconocimiento por parte del mercado de sus habilidades resolutivas, por la que las empresas, en su búsqueda de consejo y recomendación en una fusión y adquisición —o de cualquier otra operación de carácter corporativo—, deciden elegir a Alantra como su asesor de predilección. Pero, ¿Cómo consigue, Alantra, satisfacer tan perfectamente estas exigencias? Primero, sabiendo encontrar un nicho de mercado donde las necesidades demandas por los clientes no estén contentadas en su plenitud. A este respecto, adopta, primero, la estrategia de **diferenciación**, cercando sus servicios en operaciones cuyo valor este comprendido entre 10 y 10.000 millones de dólares, o lo que venimos denominando como mid-market; y segundo, merced a sus empleados, **especializándose** en los distintos sectores industriales para saber desenvolverse sin problema en las operaciones para las que sea contratada. A modo de conclusión, los empleados de Alantra, por su conocimiento, experiencia y reputación, son capaces de solucionar, mejor que el resto de firmas, las cuestiones que le surjan a sus clientes, generalmente pertenecientes a un nicho de mercado, mid-market, desprovisto de la atención de otros competidores que prefieren centrar sus esfuerzos en operaciones de mayor valor y complejidad.

8. UN ACERCAMIENTO AL ANÁLISIS DAFO

De la misma manera que haría la dirección general una vez recabada y analizada toda la información acerca de su entorno y de sus propios recursos y capacidades, y en aras de postular posibles estrategias que aspirasen con lograr los objetivos trazados por Alantra, nos introduciremos en la piel de los directivos para sintetizarla, utilizando, para ello, la herramienta sobre la gestión estratégica más conocida, el DAFO (Gráfico VII).

Gráfico VII. *Esquema de las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades de Alantra*



Fuente: Elaboración propia.

Alantra deberá, de acuerdo a la información esquematizada, continuar con las buenas prácticas que viene aplicando en sus servicios para conservar su reputación; cuidar a sus empleados más valiosos, impidiendo que la competencia trate de arrebatárselos, proponiéndoles puestos de mayor responsabilidad; incrementar sus relaciones comerciales para rebajar su dependencia respecto de los clientes más importantes; o diferenciar de algún manera su servicio para asentarse en la industria y entorpecer la entrada de nuevos competidores.

V. CONCLUSIONES

El análisis estratégico, pese a ser fuente de muchas controversias, nació como un mecanismo que permitía a los directivos cimentar las bases de una sólida toma de decisiones. En contra de la más que difundida interpretación sobre el análisis estratégico dentro de las empresas; habituada en observarlo como un mero estudio de la industria y de los recursos y capacidades, no debería olvidarse, aunque sea perogrullada, de la importancia sustancial que tiene el entendimiento de su propio ‘ser y hacer’ —percepción sin la cual el estudio carecería de toda funcionalidad—, así como del reconocimiento de sus metas y propósitos —que incumbe a los mismos directivos—. Por eso se ha intentado, insistentemente si me cabe añadir, que el lector se hiciera una mínima idea de quién es Alantra y en qué consiste la asesoría financiera sobre fusiones y adquisiciones —epicentro del análisis que nos concierne—, con la intención de acercarle al estudio y así facilitarle una meridiana comprensión de la posterior investigación sobre la industria y los recursos y capacidades.

Tanto el análisis del sector como el de los recursos y capacidades son instrumentos verdaderamente eficaces de cara a resolver las cuestiones que surjan sobre cómo está posicionada Alantra entre sus competidores y cuáles son la razones que lo respaldan, procedan de la propia industria o de su misma ‘entidad’. Cabe concluir que Alantra; favorecida por ciertos aspectos de la industria —elevado poder sobre los clientes o la importantísima función que cumplen las firmas de asesoría financiera en las operaciones de fusión y adquisición—, y en conjunción con una acertada selección y coordinación de recursos —los profesionales a los que emplea, por su reputación y conocimiento, aportan el valor y prestigio que le caracterizan—, ha conseguido consolidarse como una de las firmas más notables en el panorama global de M&A, y así lo avalan los datos. No obstante, la misma industria presenta ciertos indicios que pueden poner en peligro su distinguida presencia; destacando, entre ellos, la creciente competitividad, rivalidad y diversidad —cada vez son más las firmas que se atreven a introducir sus servicios en la industria— y las casi inapreciables barreras que limitan la entrada de esas nuevas empresas. Entonces, si Alantra, y puede afirmarse con rotundidad que así es, quiere permanecer y conservar su *status* en la industria, tendrá que mantener, sobre todas las cosas, la reputación que ha conseguido granjearse en estos últimos años, reforzando todos los aspectos que la simbolizan, y continuar con sus estrategias actuales, es decir, dirigir todos sus empeños en hacer cumplir con las peticiones demandadas por su clientes en relación a operaciones que se presenten en el ámbito del mid-market internacional.

VI. BIBLIOGRAFÍA RECOMENDADA

- ✓ Alfred D. Chandler, Jr., (1962). *Strategy and Structure. Chapters in the history of the industrial enterprise.* United States of America: MIT.
- ✓ Grant, R., (1996). *Dirección Estratégica: Conceptos, técnicas y aplicaciones.* Madrid, España: Civitas.
- ✓ Kenneth R. Andrews., (1971). *The Concept of Corporate Strategy.* United States of America: Dow Jones-Irwin.
- ✓ Porter E. Michael., (1980), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors.* New York, United States of America: The Free Press.
- ✓ Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.
- ✓ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
- ✓ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
- ✓ Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

VII. WEBGRAFÍA

- ✓ Alantra (27 Octubre 2017). *Result presentation for the first 9 months of 2017.* [Archivo PDF]. Recuperado de:
https://www.alantra.com/wp-content/uploads/2017/10/Alantra-Results-Presentation-2017-Q3_fv.pdf
- ✓ Alantra Partners, S.A y Sociedades que Integran el Grupo Alantra. (2016). *Cuentas Anuales e Informe de Gestión Consolidados correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2016, junto con el informe de auditoría.* [Archivo PDF]. Recuperado de:
<https://www.alantra.com/wp-content/uploads/2017/09/1-3.pdf>
- ✓ *Alantra. Corporate Finance.* [Fecha de Consulta: 10 Noviembre 2017]. Disponible en:
<https://www.alantra.com/es/overview/>
- ✓ *Alantra. The new Alantra.* [Fecha de Consulta: 15 Noviembre 2017]. Disponible en:
<https://www.alantra.com/new-alantra-ok/>

✓ Dealogic (Julio 2017). *Quarterly Markets Review. First Half 2017: Europe, the Middle East, and Africa (EMEA)*. [Archivo PDF]. Recuperado de:

<https://publishing.dealogic.com/ecm/EMEAH1.17.pdf>

✓ Dealogic (Julio 2017). *Quarterly Markets Review. First Half 2017: Americas*. [Archivo PDF]. Recuperado de:

<https://publishing.dealogic.com/ecm/AMERICASH1.17.pdf>

✓ Dealogic (21 Diciembre 2017). *The year in four charts. What happened across Investment Banking in 2017? Boutiques continue to flex their M&A muscle*. [Archivo PDF]. Recuperado de:

<http://www.dealogic.com/insight/2017-four-charts-what-happened-across-investment-banking/>

✓ *Financial Times. Mergers & Acquisitions. Goldman Sachs dominates the league table that matters: deal fees*. [Fecha de consulta: 11 de Enero de 2018].

✓ *Financial Times. Investment Banking. Boutique advisers maintain appeal despite big bank criticism*. [Fecha de consulta: 11 de Enero de 2018]

✓ *Investment Bank. M&A advisory fees*. [Fecha de consulta: 11 de Enero de 2018].

Disponible en:

<https://investmentbank.com/fees/>

✓ *Investopedia. Mergers and Acquisitions-M&A*. [Fecha de consulta: 20 Diciembre 2017].

Disponible en:

<https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>

✓ MergerMarket. (3 Enero 2018). *Global and regional M&A report Q4 2017. Including league tables of financial advisors*. [Archivo PDF]. Recuperado de:

<http://www.mergermarket.com/info/2017-full-year-global-ma-trend-report-financial-advisors>

✓ MergerMarket (8 de Enero 2017). *Global and regional M&A: Q1-Q4 2016. Including league tables of financial advisors*. [Archivo PDF]. Recuperado de:

<https://www.mergermarket.com/info/global-and-regional-ma-q1-q4-2016-including-financial-advisors>

✓ Merger Market (10 Julio 2017). *Global and regional M&A:H1 2017. Including league tables of financial advisors*. [Archivo PDF]. Recuperado de:

<http://www.mergermarket.com/pdf/MergermarketFAGlobalReportH12017.pdf>

✓ Nmás1 Dinamia, S.A., y Sociedades que Integran el Grupo N+1.(2015). *Cuentas Anuales e Informe de Gestión Consolidados correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2015, junto con el informe de auditoría*. [Archivo PDF]. Recuperado de:

<https://www.alantra.com/wp-content/uploads/2017/09/3-3.pdf>

✓ *Thomson Reuters. Business news. Europe's boutique firms stealing M&A market share, dealmakers, data shows*. [Fecha de consulta: 25 de Diciembre de 2017]. Disponible en:

<https://www.reuters.com/article/us-boutique-banks-europe/>

VIII. ANEXOS

Tabla 1. Pérdidas y Ganancias (I)

	PÉRDIDAS Y GANANCIAS			MÁRGENES			EVOLUCIÓN	
	2016	2015	2014	2016	2015	2014	2016	2015
IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIO	90.217.000,00	65.293.000,00	65.067.000,00	100,00%	100,00%	100,00%	38,17%	0,35%
Ingresos por prestación de servicios	93.910.000,00	67.458.000,00	66.808.000,00	104,09%	103,32%	102,68%	39,21%	0,97%
<i>Tramitación y ejecución de órdenes para compra venta de valores</i>	4.327.000,00	3.873.000,00	5.212.000,00	4,80%	5,93%	8,01%	11,72%	25,69%
<i>Elaboración de informes de inversiones y análisis financieros</i>	2.751.000,00	2.110.000,00	1.806.000,00	3,05%	3,23%	2,78%	30,38%	16,83%
<i>Gestión y administración de instituciones de inversión colectiva</i>	11.440.000,00	8.841.000,00	3.961.000,00	12,68%	13,54%	6,09%	29,40%	123,20%
<i>Gestión discrecional de carteras</i>	358.000,00	165.000,00	115.000,00	0,40%	0,25%	0,18%	116,97%	43,48%
<i>Gestión y administración de entidades de capital riesgo</i>	13.170.000,00	10.626.000,00	16.261.000,00	14,60%	16,27%	24,99%	23,94%	34,65%
<i>Prestación de servicios empresariales y de asesoramiento</i>	59.115.000,00	38.215.000,00	39.453.000,00	65,53%	58,53%	60,63%	54,69%	3,14%
<i>Búsqueda y colocación de paquetes en mercados secundarios</i>	905.000,00	1.213.000,00	0,00	1,00%	1,86%	0,00%	25,39%	(*)
<i>Comercialización de instituciones de inversión colectiva</i>	1.194.000,00	0,00	0,00	1,32%	0,00%	0,00%	(*)	0,00%
<i>Otros ingresos</i>	650.000,00	2.415.000,00	0,00	0,72%	3,70%	0,00%	73,08%	(*)
Cesiones a terceros por ejecución	-3.693.000,00	-2.165.000,00	-1.741.000,00	-4,09%	-3,32%	-2,68%	70,58%	24,35%
<i>Comisión de administración</i>	-59.000,00	-127.000,00	0,00	-0,07%	-0,19%	0,00%	53,54%	(*)
<i>Comisiones de comercialización</i>	-397.000,00	-175.000,00	-126.000,00	-0,44%	-0,27%	-0,19%	126,86%	38,89%
<i>Comisión por intermediación</i>	-423.000,00	-312.000,00	0,00	-0,47%	-0,48%	0,00%	35,58%	(*)
<i>Comisiones cedidas a representantes y otras entidades</i>	-2.771.000,00	-1.428.000,00	-1.442.000,00	-3,07%	-2,19%	-2,22%	94,05%	0,97%
<i>Otras comisiones</i>	-43.000,00	-123.000,00	-173.000,00	-0,05%	-0,19%	-0,27%	65,04%	28,90%
OTROS INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	43.000,00	9.000,00	32.000,00	0,05%	0,01%	0,05%	377,78%	71,88%
INGRESOS EXPLOTACIÓN	90.260.000,00	65.302.000,00	65.099.000,00	100,05%	100,01%	100,05%	38,22%	0,31%
GASTOS DE PERSONAL	-47.881.000,00	-33.969.000,00	-30.007.000,00	-53,07%	-52,03%	-46,12%	40,95%	13,20%
Sueldos y salarios	-42.592.000,00	-30.311.000,00	-26.867.000,00	-47,21%	-46,42%	-41,29%	40,52%	12,82%
Seguridad social	-3.265.000,00	-2.439.000,00	-2.027.000,00	-3,62%	-3,74%	-3,12%	33,87%	20,33%
Indemnizaciones	-824.000,00	-473.000,00	-511.000,00	-0,91%	-0,72%	-0,79%	74,21%	7,44%
Otros gasto de personal	-1.200.000,00	-746.000,00	-602.000,00	-1,33%	-1,14%	-0,93%	60,86%	23,92%
OTROS GASTOS DE EXPLOTACIÓN	-23.006.000,00	-17.097.000,00	-13.527.000,00	-25,50%	-26,19%	-20,79%	34,56%	26,39%
Alquileres de inmuebles e instalaciones	-2.389.000,00	-1.680.000,00	-1.780.000,00	-2,65%	-2,57%	-2,74%	42,20%	5,62%
Comunicaciones	-681.000,00	-638.000,00	-592.000,00	-0,75%	-0,98%	-0,91%	6,74%	7,77%
Publicidad y propaganda	-1.238.000,00	-558.000,00	-464.000,00	-1,37%	-0,85%	-0,71%	121,86%	20,26%
Suministros	-619.000,00	-593.000,00	-453.000,00	-0,69%	-0,91%	-0,70%	4,38%	30,91%
Conservación y reparación	-54.000,00	-47.000,00	-130.000,00	-0,06%	-0,07%	-0,20%	14,89%	63,85%
Servicios de profesionales independientes	-7.238.000,00	-5.639.000,00	-1.366.000,00	-8,02%	-8,64%	-2,10%	28,36%	312,81%
Retribuciones al consejo	-2.563.000,00	-1.756.000,00	-1.603.000,00	-2,84%	-2,69%	-2,46%	45,96%	9,54%
Contribuciones e impuestos	-384.000,00	-248.000,00	-210.000,00	-0,43%	-0,38%	-0,32%	54,84%	18,10%
Resto de gastos	-7.840.000,00	-5.938.000,00	-6.929.000,00	-8,69%	-9,09%	-10,65%	32,03%	14,30%
AMORTIZACIÓN DEL INMOVILIZADO	-490.000,00	-366.000,00	-431.000,00	-0,54%	-0,56%	-0,66%	33,88%	15,08%
IMPUTACIÓN DE INMOVILIZADO DE SUBVENCIONES Y OTRAS	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
DETERIORO Y RESULTADO POR ENAJENACIONES DEL INMOVILIZADO	-26.000,00	2.000,00	-141.000,00	-0,03%	0,00%	-0,22%	1400,00%	101,42%
OTROS RESULTADOS	0,00	53.561.000,00	0,00	0,00%	82,03%	0,00%	100,00%	(*)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	18.857.000,00	67.433.000,00	20.993.000,00	20,90%	103,28%	32,26%	72,04%	221,22%

Fuente: Elaboración propia. Datos: Cuentas Anuales Consolidadas Alantra y N+1 Dinamia, años 2016-2015.

Tabla 2. Pérdidas y Ganancias (II)

RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	18.857.000,00	67.433.000,00	20.993.000,00	20,90%	103,28%	32,26%	72,04%	221,22%
INGRESOS FINANCIEROS	225.000,00	2.485.000,00	7.000,00	0,25%	3,81%	0,01%	90,95%	35400,00%
GASTOS FINANCIEROS	-29.000,00	0,00	-14.000,00	-0,03%	0,00%	-0,02%	2900000,00%	100,00%
VARIACIÓN DEL VALOR RAZONABLE DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS	2.493.000,00	-335.000,00	0,00	2,76%	-0,51%	0,00%	844,18%	(*)
DIFERENCIAS DE CAMBIO	177.000,00	159.000,00	-21.000,00	0,20%	0,24%	-0,03%	11,32%	857,14%
DETERIORO Y RESULTADO POR ENAJENACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS	8.340.000,00	-380.000,00	526.000,00	9,24%	-0,58%	0,81%	2294,74%	172,24%
RESULTADO FINANCIERO	11.206.000,00	1.929.000,00	498.000,00	12,42%	2,95%	0,77%	480,92%	287,35%
RESULTADO DE ENTIDADES VALROADAS POR EL MÉTODO DE PARTICIPACIÓN	2.520.000,00	2.042.000,00	2.803.000,00	2,79%	3,13%	4,31%	23,41%	27,15%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	32.583.000,00	71.404.000,00	24.294.000,00	36,12%	109,36%	37,34%	54,37%	193,92%
IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS	-5.289.000,00	-4.166.000,00	-5.824.000,00	-5,86%	-6,38%	-8,95%	26,96%	28,47%
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	27.294.000,00	67.238.000,00	18.470.000,00	30,25%	102,98%	28,39%	59,41%	264,04%
RESULTADO ATRIBUIDO A LA DOMINANTE	25.055.000,00	65.686.000,00	14.140.000,00	27,77%	100,60%	21,73%	61,86%	364,54%
RESULTADO ATRIBUIDO A INTERESES MINORITARIOS	2.239.000,00	1.552.000,00	4.330.000,00	2,48%	2,38%	6,65%	44,27%	64,16%
BENEFICIO POR ACCIÓN (euros)								
BÁSICO	0,74	2,40	0,67	-	-	-	-	-
DILUIDO	0,72	2,44	0,71	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia. Datos: Cuentas Anuales Consolidadas Alantra y N+1 Dinamia, años 2016-2015.

Tabla 3. Valor operaciones de M&A (Miles de Millones) desde 2007 hasta 2017 (Q1-Q4)

Año	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2007	801,5	1.280,9	852,1	734,7	3.669,2
2008	593,3	678,2	685,1	459,6	2.416,2
2009	420,9	396,4	327,6	570,1	1.715
2010	461,3	432,1	493,0	714,2	2.100,6
2011	615,1	587,1	599,7	479,5	2.281,4
2012	465,1	565,7	524,6	757,9	2.313,3
2013	446,7	561,6	657,9	571,3	2.237,5
2014	567,8	964,6	861,0	827,2	3.220,6
2015	761,6	1.039,9	869,7	1.199,5	3.870,7
2016	623,2	745,1	869,5	1.023,1	3.260,9
2017	749,1	794,5	724,3	876	3.143,9

Fuente: Elaboración propia. Datos: MergerMarket (3 de Enero 2018) y (8 de Enero 2017).