

Universidad Complutense

**Doctorado en  
Finanzas de Empresa**

(ISSN: 1698-8183)

***Documento de Trabajo  
0702***



Universidad Autónoma

**EL IMPACTO DE LAS ADQUISICIONES  
APALANCADAS EN LA EFICIENCIA DE LAS  
COMPAÑÍAS: EL CASO ESPAÑOL**

Autor: María Luisa GARAYALDE NIÑO

**2007**

## **EL IMPACTO DE LAS ADQUISICIONES APALANCADAS EN LA EFICIENCIA DE LAS COMPAÑÍAS: EL CASO ESPAÑOL.**

### **RESUMEN**

Este estudio trata de verificar, referida al mercado español, la tesis de Jensen (1989) sobre la mejora de la eficiencia de las compañías tras una compra apalancada.

En Estados Unidos y Gran Bretaña, numerosos trabajos empíricos han confirmado sus planteamientos. En 2002, Desbrières y Schatt tuvieron resultados más dudosos referidos al mercado francés.

Siguiendo la metodología de este último trabajo, se ha analizado la situación española.

Los resultados obtenidos sobre una muestra de 22 operaciones, llevadas a cabo entre 2001 y 2004, señalan un empeoramiento de los ratios de las empresas objeto de LBO o MBO tras la adquisición. En España, las compañías no mejoran su eficiencia sino que se constata un deterioro en los dos años posteriores a la transacción.

## INTRODUCCION

Basándose en un estudio de Kaplan (1989), Jensen (1989) afirmó que las compras apalancadas (LBO) fomentan la eficiencia de las compañías.

Junto a la presión que supone el endeudamiento, la concentración del accionariado en las manos de los directivos y la introducción de una activa supervisión por parte de los capitalistas de riesgo conducen a una mejoría de la actividad de la compañía adquirida (Jensen 1989).

Numerosos trabajos posteriores, entre los que destacan el de Muscarella y Vetsuypens (1990), Smith (1990) y Opler (1993), han venido a confirmar esta hipótesis. Sin embargo todos ellos toman de referencia compañías norteamericanas o británicas.

En el año 2002, Philippe Desbrières y Alain Schatt publicaron un trabajo de investigación en el que analizaban el impacto de estas operaciones en el rendimiento de las empresas francesas, es decir en un entorno distinto al anglosajón y con niveles de endeudamiento menos agresivos.

Siguiendo este trabajo y utilizando una metodología similar, este documento pretende analizar el caso español. ¿Se cumple en nuestro mercado la afirmación de Jensen?. ¿Estamos más próximos a la realidad francesa en la que se observa, según los autores antes mencionados, que, incluso si la firma adquirida supera a sus competidoras en el mismo sector antes de la adquisición, esta ventaja cae significativamente una vez que se haya completado la LBO?

En España, la utilización de la deuda como fuente de financiación en las adquisiciones es menor porcentualmente que en EEUU. A menudo se ve sustituida por la participación mayoritaria en el capital de entidades de capital riesgo. Esta intervención, que se traduce en una colaboración en la gestión y en la implantación de nuevos mecanismos de control de la compañía, debería tener como consecuencia un todavía mejor rendimiento de las empresas.

Por otro lado, en todos los casos, los directivos también participan en la operación y, frecuentemente, invierten una parte sustancial de su riqueza personal, lo que les incentiva a maximizar el rendimiento de la empresa (Mehran 1995).

El documento está estructurado de la siguiente manera: en la primera parte se repasan los fundamentos teóricos y los estudios empíricos previos; en la segunda parte se detalla la metodología; en la tercera parte se describe la muestra utilizada como base de esta investigación dejando para la cuarta parte los resultados empíricos. Por último, en la quinta parte, se presentan las conclusiones y se abre la posibilidad a trabajos posteriores, en la medida en que estas operaciones son cada vez más frecuentes en España y, por lo tanto, en unos años se dispondrá de una muestra mucho mayor.

## 1. FUNDAMENTOS TEORICOS Y ESTUDIOS EMPIRICOS PREVIOS

Juan Mascareñas define las operaciones de LBO (Leveraged Buyout) o compras apalancadas como “aquel procedimiento para adquirir una compañía que consiste en financiar la mayor parte del precio de compra mediante la obtención de recursos financieros ajenos, que van a estar garantizados por los flujos de caja futuros y por los activos de la empresa objeto de la adquisición”. Cuando entre los adquirentes figuran los directivos de la empresa se denomina MBO (Management Buyout)

Las primeras operaciones de LBO surgieron en Estados Unidos en los años setenta. Se desarrollaron especialmente a partir de la década siguiente, en que pasaron a realizarse también en Europa, donde han proliferado en los últimos treinta años, especialmente en el Reino Unido, Países Bajos, Alemania y Francia y, más recientemente, en España.

Según Jensen (1989), en los años setenta – ochenta, asistimos a un verdadero eclipse de las tradicionales compañías cotizadas debido a las cambiantes circunstancias económicas y a la necesidad de superar algunas de las deficiencias que, con el tiempo, surgieron en el seno de las viejas organizaciones, como, por ejemplo, los conflictos entre propietarios y gestores acerca del control y uso de los recursos de la empresa.

Estas nuevas formas asociativas constituyen las respuestas que el mundo económico había ideado para hacer frente a unas necesidades, especialmente de financiación, sentidas en unos momentos históricos determinados y que, todavía en nuestros días, continúan jugando un papel muy importante en el proceso de canalización de fondos hacia las actividades productivas.

Estas organizaciones nuevas, en opinión de este autor, utilizan deuda, en lugar de recursos propios como su más importante fuente de financiación.

Una de las manifestaciones, aunque no la única, de estas organizaciones es la compra apalancada.

Podríamos señalar, siguiendo a Kaplan (1989), que “en la típica MBO los inversores, incluidos algunos de los gestores de la empresa, pagan a los accionistas de la misma, un precio del orden del 40% superior a la capitalización bursátil para hacerse cargo de dicha compañía”.

Las fuentes del aumento de riqueza para los accionistas, que se activan mediante esta operación, son, según Kaplan, además de las claras ventajas fiscales debidas al mayor endeudamiento, la reducción de los costes de agencia, la introducción de nuevos incentivos, la transferencia de riqueza de los empleados y tenedores de bonos al grupo inversor y la posesión de información de los gestores, que era desconocida por parte de los accionistas. Algunas de estas circunstancias conducen a un incremento del flujo de fondos operativo una vez realizada la operación.

Se han efectuado muchos estudios empíricos para analizar los efectos de las operaciones de apalancamiento sobre su actuación posterior y sobre la estructura organizativa de la firma adquirida.

Estos estudios ponen de manifiesto que, después de la LBO, el comportamiento de estas compañías es mejor que el de la media de otras empresas del mismo sector de actividad.

La mayoría de las investigaciones realizadas en base a indicadores contables muestran mejoras significativas en cifra de negocios (Kaplan 1989, Muscarella y Vetsuypens 1990, Opler 1993, Smith 1990), resultados operativos, flujos de fondos, rentabilidad de los recursos propios y retorno de las inversiones, después de transferida la propiedad.

A la misma conclusión llegan Baker y Wruck (1990) analizando el caso de O.M. Scout & Sons Company.

Estas empresas mejoran también su gestión de existencias (Singh 1990), reducen sus necesidades operativas de fondos (Smith 1990) y reducen su endeudamiento después de la LBO (Muscarella y Vetsuypens 1990 y Setts y Easterwood 1993).

Por lo que se refiere a la productividad de la empresa adquirida, Lichtenberg y Siegel (1990) consideran que, en el periodo 1983-1986, se produjeron importantes efectos positivos en los tres primeros años a partir de la fecha de la LBO y así se pasó de un incremento del 2% en los tres años anteriores al 8,3% en las tres anualidades posteriores (estudio acerca de 12.000 plantas industriales en Estados Unidos).

Como ya hemos señalado, muchos factores se han mencionado para explicar estas mejoras de rendimiento: ventajas fiscales, transferencia de riqueza de los vendedores a los compradores, reducción de los conflictos de intereses resultantes de un mayor apalancamiento y mayor motivación de los gestores, ahora también propietarios.

Hay que reconocer que este tipo de operaciones cuenta también con detractores en la doctrina que, si bien reconocen los efectos positivos de la mayoría de estas operaciones, no ocultan que sus causas no siempre resultan aceptables.

Y así, Schleifer y Summers (1988) señalan que la transferencia de riqueza a los inversores es consecuencia frecuentemente del despido de mano de obra y de la reducción de salarios. Ippolito y James (1992) también alertan de la pérdida de empleos después de una LBO aunque, a largo plazo, las firmas adquiridas mediante una LBO han mostrado un mayor nivel de ocupación que otras industrias del sector (Smith 1990).

Otro factor de crítica proviene del uso de información por parte de los directivos.

Para Lowenstein (1985), los resultados obtenidos mediante estas operaciones se deben fundamentalmente al uso de información privilegiada de los gestores, que no estaba al alcance de otros licitadores.

También se señala, como punto negativo, que tras iniciar una operación de este tipo, las empresas favorecen sus flujos de fondos a corto plazo a costa de

los flujos a largo, a base de diferir mantenimiento, recortar I+D y reducir los presupuestos de publicidad y promoción. Esta crítica no tiene una base empírica sólida y los estudios parecen demostrar más bien lo contrario. Smith (1990), Lichtenberg y Siegel (1990) y Opler (1993) constataron que los gastos de I+D no decrecen por lo general después de una LBO. Smith (1990) no observó tampoco reducciones significativas en publicidad o mantenimiento tras las LBO.

Amess (2003) señala que las mejoras en el rendimiento de las compañías se dan los cuatro primeros años tras la adquisición pero que, a más largo plazo, las empresas así adquiridas no son más eficientes.

Por último, cabe señalar el problema del incumplimiento en el reembolso de la deuda, circunstancia que se ha dado, sobre todo, cuando el precio de adquisición era más elevado y el nivel de apalancamiento también mayor.

Kaplan y Stein (1993) comprobaron que ninguna de las 24 LBO de su muestra incumplieron posteriormente el pago de su deuda. En cambio, hubo incumplimiento de pagos en el 20,0% de las comenzadas en 1987, en el 46,7% de las LBO iniciadas en el año 1988 y en el 20,0% de las que se iniciaron en 1989, como señalan Grinblatt y Titman.

El cuadro que figura en el anexo 1, elaborado por Grinblatt y Titman, resume los resultados de alguno de los estudios señalados.

Las críticas a este tipo de transacciones que proceden, además de algunos autores, de líderes industriales e, incluso, de sectores oficiales norteamericanos, han dado lugar a regulaciones restrictivas por vía legislativa.

Sin embargo, la mayoría de la doctrina, especialmente anglosajona, se muestra favorable a este tipo de operaciones y el mundo financiero las ha acogido con entusiasmo, como pone de manifiesto el incremento tanto del número de operaciones realizadas en los últimos años como del valor total e individualizado de las mismas.

El valor total de las LBO completadas en Estados Unidos en 1987 alcanzó los 738,2 millones de dólares mientras que, en 2005, totalizaron un valor de 2,4 billones de dólares.

Las operaciones de LBO se han desarrollado también notablemente en los últimos 25 años en Gran Bretaña, coincidiendo temporalmente con lo sucedido en los Estados Unidos.

Una prueba de este desarrollo se desprende del incremento del valor de las transacciones de LBO que pasó de 1.697 millones de libras en 1986 a 4.315 millones en 1997. El número de operaciones subió de 315 a 4.446 en el mismo periodo.

En el año 2005 se produjo un récord con 49 operaciones cuyo precio de compra excedió los 100 millones de libras y el valor total de las operaciones ascendió a 24,2 billones de libras.

En Europa Continental, el valor de los Buyouts ha pasado de 10.226 millones de euros en 1996 a 89.326 millones en el año 2005.

La evolución, en España, también es notable, alcanzando los 9.391 millones de euros en 2005. En el anexo 2 figura la evolución de las cifras para España.

## **2. METODOLOGÍA**

Por las dimensiones del mercado francés de LBO, sensiblemente inferior al del Reino Unido, se estima que constituye un referente más adecuado para estudiar la situación y características del mercado español de este tipo de operaciones.

Las LBO francesas, así como las españolas, difieren de dos formas esenciales de las realizadas en el Reino Unido y en Estados Unidos: una mayor concentración del accionariado en las firmas adquiridas antes de la operación de apalancamiento y un nivel de endeudamiento más bajo en la estructura financiera.

La mayor concentración del accionariado deriva de que se utilizan las LBO, sobre todo, para transferir o suceder en un negocio familiar y, en menor extensión, son el resultado de desagregaciones de grupos. Muy pocas compañías cotizan. De la muestra, para el caso español, de las 53 compañías inicialmente seleccionadas, sólo dos estaba admitidas a cotización en Bolsa.

En España, el uso de la deuda es menor porque, a menudo, se ha suplido por la participación en capital de compañías de capital riesgo.

Es, lo que Jensen (1990) llamaba, el "inversor activo": aquel que posee una importante cantidad de recursos y acceso a deuda, está presente en los Consejos de Dirección, controla a la gerencia y participa en la elaboración de la estrategia a largo plazo de las empresas en las que invierte.

Para llevar a cabo la comprobación empírica de la tesis de Jensen, se han tomado de referencia las operaciones de LBO o MBO llevadas a cabo, en España, en el periodo 2001-2004. Se ha comparado su rendimiento con el de una empresa similar de su sector. Para medir la eficiencia, se han utilizado los mismos ratios que en el trabajo de Philippe Desbrières y Alain Schatt y así, poder comparar los resultados con los obtenidos en Francia.

Para identificar las operaciones llevadas a cabo en España, se ha recurrido a ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo) y una entidad de capital riesgo ha facilitado su base de datos. Se ha utilizado igualmente el archivo de prensa.

Una vez localizadas las empresas objeto de LBO o MBO, se ha recurrido a la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) para obtener los balances y las cuentas de resultados de estas empresas, para un periodo de cinco años. Aquí, de nuevo, se ha utilizado la misma metodología que la de

los autores franceses antes reseñados: dos años previos a la operación, el de la LBO y dos años posteriores.

A través de SABI también se ha localizado a las compañías comparables. Se ha elegido a la empresa del mismo sector con la cifra de facturación más próxima de las que hubiesen datos.

Para algunas empresas, de las que SABI no tenía información o ésta fuera incompleta, se han pedido los datos a las sociedades de capital riesgo intervinientes en la operación.

Los ratios utilizados para medir la eficiencia de las compañías son los siguientes:

1.- Rentabilidad de Recursos Propios (ROE) medida como:

- Flujo de fondos / Recursos propios
- Beneficio Neto / Recursos Propios

2.- Retorno de la Inversión (ROI) medida como:

- EBITDA / Inversión Neta
- EBIT / Inversión Neta

Se entiende por EBITDA el beneficio antes de gastos financieros, impuestos, amortizaciones y extraordinarios y por EBIT el beneficio antes de gastos financieros, impuestos y extraordinarios.

La Inversión Neta es la suma de los Activos Fijos y las Necesidades Operativas de Fondos, es decir, la suma de los activos menos la Financiación Espontánea.

3.- Estructura de capital medida como:

- Deuda Total / Activo Total
- Deuda Financiera / Deuda Financiera + Recursos Propios

4.- Ratios de liquidez medidos como:

- Ratio de liquidez general: Activo circulante / pasivo circulante
- Ratio de acidez: Activo circulante menos existencias / pasivo circulante

5.- Ratios operativos:

- EBIT / Ventas
- Beneficio Neto / Ventas
- Flujo de Fondos / Ventas

Siguiendo el modelo francés y, ante la dificultad de tener valores de mercado al tratarse en la gran mayoría de los casos de empresas no cotizadas, se han calculado los ratios a valores contables. Aunque esto tergiversa, en cierta



medida, los resultados, al aplicar, a lo largo de los cinco años, el mismo criterio, el impacto es menor.

Para analizar la mejora de la eficiencia, el estudio trata de determinar: (a) si los ratios de las compañías de la muestra son mejores que los de sus comparables antes y después de la operación y (b) si los ratios evolucionan mejor que los de sus comparables después de la adquisición.

Para llevar a cabo el punto (a) se han seguido los siguientes pasos:

- .- se ha calculado la diferencia entre ratios en puntos porcentuales
- .- sobre estas cifras se ha calculado la media acotada al 10% y la media aritmética
- .- se ha realizado una nueva tabla de diferencias de ratios eliminando 3 compañías con datos anómalos. Esta situación se da, por ejemplo, cuando el denominador del ratio de referencia está muy próximo a cero o negativo.
- .- sobre esta muestra ajustada se ha calculado la media aritmética y la desviación estándar.

Para estudiar el apartado (b), es decir la evolución de los ratios, se toman en consideración cuatro periodos: se compara el año t-1 con t+1; el año t-2 con el año t+1, el año t-1 con t+2 y t-2 con t+2 siendo t el año de la operación, para cada compañía y su comparable. A partir de ese momento, la metodología seguida es la del punto (a) pero aplicada a esas diferencias de la evolución temporal.

### **3. LA MUESTRA**

En un primer momento, se detectaron 53 compañías objeto de LBO o MBO, para el periodo 2001-2004. Antes de esa fecha hay muy poca información sobre operaciones de este tipo y tampoco se dispone de los estados financieros de los dos años previos y dos posteriores a la adquisición.

Se localizaron 4 operaciones en 2001, 11 en 2002, 21 en 2003 y 17 en 2004. En 2005 se detectaron 37 operaciones pero, obviamente, no podían cumplir el requisito de dos años de estados financieros posteriores a la operación, con lo que fueron directamente descartadas.

De las 53 empresas contempladas inicialmente, sólo se ha podido reunir la información completa, tanto de la compañía como de su comparable, en 22 casos.

De 2001 quedan dos compañías, de 2002 seis, de 2003 trece y de 2004 una sola porque las empresas o sus comparables todavía no han remitido sus estados financieros para el año 2006.

Estas 22 operaciones están lejos de las 161 que toma de referencia el estudio francés pero sobrepasa a las 18 que tomó Smith para su investigación (1990) y están próximas a las 24 de Kaplan y Stein (1993).

Las limitaciones del mercado español también nos alejan de las 37 de Kaplan (1989), 35 de Muscarella y Vetsuypens (1990), 46 de Opler (1993), 66 de Kaplan y Stein (1993) aunque, en unos meses, en cuanto estén disponibles los estados financieros del año 2006 se acortaran las distancias.

La muestra cubre un gran abanico de sectores industriales y de servicio, llamando la atención la diferencia de tamaño de las empresas objeto de LBO o MBO. Las facturaciones oscilan entre 0,5 y 221 millones de euros en el año de la operación. Siete empresas tienen ventas inferiores a los 10 millones de euros, cinco entre 10 y 40 millones, ocho entre 40 y 100 millones y sólo dos por encima de los 100 millones.

En cuanto a beneficio neto sorprende constatar que un 36% de las empresas tienen pérdidas al menos un año de los cinco contemplados. Catorce compañías están siempre en beneficios, cuatro tienen pérdidas un año, tres dos años y una los cinco años analizados.

Once empresas tienen un beneficio neto inferior al millón de euros; diez empresas entre uno y cinco millones y sólo una compañía supera los veinte millones de beneficio neto el año de la adquisición.

El nivel de endeudamiento medio, medido como deuda sobre recursos propios, es del 66,6%% por encima del 50,1% de Francia pero alejado de las cifras del mercado anglosajón, donde no es raro encontrar estructuras en que la deuda es 9 veces superior a los recursos propios.

#### **4. RESULTADOS EMPIRICOS**

Se han analizado los resultados obtenidos, para cada uno de los ratios seleccionados, tanto en su relación con la compañía comparable, antes y después de la operación, como en su evolución.

##### **1.- Rentabilidad de recursos propios**

Estos ratios miden la capacidad de la empresa para generar flujos de fondos o beneficio neto a favor de los accionistas.

De los datos analizados se desprende que, las compañías objeto de LBO o MBO, ofrecen mejores rentabilidades dos años antes de la operación pero los retornos son peores que los de sus comparables los dos años posteriores a la transacción.

Este resultado está en línea con el obtenido para las compañías francesas que ofrecen mejores rentabilidades sobre recursos propios que sus industrias contrapartes antes de la LBO pero son menos beneficiosas después.

En el caso español, el empeoramiento del diferencial con sus competidores es especialmente acusado el primer año tras la operación. Una posible explicación puede encontrarse en el mayor rigor contable que, seguramente,

introducen las compañías de capital riesgo, que les lleva a sanear determinadas partidas del balance.

## **2.- Rentabilidad sobre la inversión**

Los ratios de rentabilidad sobre la inversión permiten medir si la asignación de los recursos económicos es eficiente, ya que ponen en relación los beneficios (tanto EBIT como EBITDA) con la inversión utilizada para generarlos.

Del estudio se desprende que la rentabilidad sobre la inversión, medida tanto en términos de EBIT como de EBITDA es mayor antes de la operación pero es inferior a la de las compañías comparables tras la operación.

En el caso francés, sin embargo, las empresas lograban mantener este mejor comportamiento después de la transacción.

## **3.- Estructura de capital**

Se mide tanto la relación entre la totalidad del exigible con el activo total como la proporción de deuda financiera sobre los recursos a remunerar es decir la suma de deuda y recursos propios.

Del estudio se deduce que las compañías de la muestra tienen niveles de endeudamiento menores que sus comparables los años previos a la operación pero que el apalancamiento es superior los años posteriores.

Este resultado parece lógico en un estudio sobre operaciones apalancadas.

En Francia, las operaciones de MBO también se realizan sobre sociedades con un endeudamiento menor que la de otras empresas del mismo sector de actividad. Curiosamente, tras la operación, siguen estando menos endeudadas que sus homólogas, poniendo de manifiesto el bajo nivel de apalancamiento usado en ese país.

## **4.- Ratios de liquidez**

Miden la capacidad de pago que tiene la empresa para hacer frente a sus deudas de corto plazo.

Cuanto más alto sea el ratio de liquidez general, así como el de acidez, mayor proporción de deudas de corto plazo son cubiertas por elementos del activo, cuya conversión en dinero corresponde aproximadamente al vencimiento de las deudas. Cuanto mayor sea el valor de esta razón, mayor será la capacidad de la empresa de pagar sus deudas.

En el caso del ratio de acidez, se resta del activo circulante las existencias, con lo que este indicador proporciona una medida más exigente de la capacidad de pago de una empresa en el corto plazo. Los inventarios son excluidos del análisis porque son los activos menos líquidos y los más sujetos a pérdidas en caso de quiebra.

Las empresas adquiridas a través de un LBO o MBO, en España, tienen ratios de liquidez superiores a sus comparables el año previo a la operación pero este ratio empeora drásticamente tras la operación.

Este resultado, al igual que el incremento del endeudamiento se puede explicar por la propia operación ya que se va a utilizar la tesorería excedentaria para financiar la adquisición. Lo que sí sorprende es que el segundo año el deterioro sea mayor que al año de la operación.

Las empresas francesas objeto de LBO o MBO también ofrecen mayor liquidez antes de la transacción. Pero ellas conservan esta diferencia positiva tras la operación aunque, entonces, la diferencia es menor.

## **5.- Ratios operativos**

Los ratios anteriores, especialmente los de rentabilidad de recursos propios, retorno de la inversión y estructura de capital, pueden presentar distorsiones por haber tomado datos contables en lugar de mercado.

Sin embargo, ese problema no lo tenemos con los ratios operativos y, en ese sentido, pueden ser buenos indicadores de la mejora o deterioro de la eficiencia de las compañías.

Entre los tres ratios calculados el más representativo, para esta muestra, es el que relaciona el BAIT (EBIT) con las ventas. Permite evaluar la rentabilidad con exclusión de las cargas financieras que se derivan de la composición específica de los recursos permanentes de la empresa, muy condicionados por la propia operación de LBO o MBO.

Para este indicador, las compañías objeto de LBO presentan mejores ratios que sus comparables antes de la operación pero estos son peores tras la adquisición. Esta diferencia negativa es aún más pronunciada el segundo año que el primero tras la operación.

La relación de beneficio neto y de flujo de fondos sobre ventas también recoge una pérdida de márgenes.

En Francia, sin embargo, las compañías presentan mejores ratios operativos que sus comparables, tanto antes como después de la adquisición. Aún así, se detecta un empeoramiento de estos ratios tras la operación aunque se mantengan por encima de la media de su sector.

## **6. CONCLUSIONES**

El nivel de los indicadores del estudio es invariablemente peor después de la operación de LBO o MBO que los de las compañías comparables.

No se puede concluir, como en Estados Unidos y el Reino Unido, que las LBO mejoran la actuación de las firmas adquiridas.

España está más en línea con la situación en Francia aunque los resultados son aún peores.

De todas formas, antes de rebatir definitivamente la tesis de Jensen para el mercado español, habría que aumentar el número de años bajo análisis al menos a un periodo de cinco años.

De la misma manera, habría que aumentar el tamaño de la muestra para que los datos sean estadísticamente más consistentes.

También sería interesante estudiar las causas que conducen a este peor comportamiento de las compañías tras un LBO o MBO en relación a los demás mercados especialmente los anglosajones.

La diferente naturaleza de las compañías objeto de LBO o MBO en España, por tamaño, tipo de propiedad previa y demás aspectos, condicionan probablemente la evolución de los indicadores de las mismas en relación a las muestras de otros mercados.

Tabla 1

Calculos estadísticos sobre la diferencia de comportamiento de la muestra en relación a las comparables  
 Rentabilidad de Recursos Propios (ROE)

Flujo de fondos/Recursos Propios	Rentabilidad de Recursos Propios (ROE)				
	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Muestra completa:					
Media acotada	2,9	-8,1	0,8	-20,9	-15,5
Media aritmética	3,7	-19,4	-1,0	-138,8	-71,9
Muestra ajustada:					
Media aritmética	9,7	-6,2	2,2	-11,9	-0,3
Desviación estándar	47	30	39	41	28

Beneficio neto/Recursos propios	Rentabilidad de Recursos Propios (ROE)				
	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Muestra completa:					
Media acotada	10,9	-16,0	4,0	-14,3	-3,3
Media aritmética	24,8	-23,1	1,6	-113,8	-5,5
Muestra ajustada:					
Media aritmética	9,2	-19,0	0,6	-5,7	-2,4
Desviación estándar	40	67	32	33	35

tabla 2

Calculos estadísticos sobre la diferencia de comportamiento de la muestra en relación a las comparables  
 Rentabilidad sobre la Inversión (ROI)

Ebitda/inversion neta	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Muestra completa:					
Media acotada	12,6	5,1	-1,1	-5,5	-7,1
Media aritmetica	10,7	7,4	1,9	-21,3	-11,3
Muestra ajustada:					
Media aritmetica	7,0	4,3	-4,2	-1,3	-3,9
Desviacion estandar	33	23	27	21	23

Ebit/inversion neta	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Muestra completa:					
Media acotada	12,4	7,4	1,2	-2,6	-5,7
Media aritmetica	15,4	9,5	4,4	-15,2	-6,3
Muestra ajustada:					
Media aritmetica	6,4	-17,4	1,4	-2,8	-0,3
Desviacion estandar	35	27	21	14	19

Tabla 3

Calculos estadísticos sobre la diferencia de comportamiento de la muestra en relación a las comparables

Estructura de capital

Deuda total/activo total	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Muestra completa:					
Media acotada	-3,7	-10,1	-8,4	0,7	5,8
Media aritmetica	1,6	-3,2	-7,1	5,9	7,2
Muestra ajustada:					
Media aritmetica	-5,5	-10,3	-7,9	1,3	6,5
Desviacion estandar	24	19	17	16	23

Deuda Fin./recursos propios+ Deuda Fin.	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Muestra completa:					
Media acotada	-13,3	-8,3	1,0	3,4	9,6
Media aritmetica	-12,6	-7,4	1,3	3,2	10,5
Muestra ajustada:					
Media aritmetica	-7,4	-7,9	-4,2	3,3	7,0
Desviacion estandar	32	33	25	29	31



Tabla 4

Calculos estadísticos sobre la diferencia de comportamiento de la muestra en relación a las comparables

Ratios de liquidez

Liquidez general (activo circulante/pasivo circulante)	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Muestra completa:					
Media acotada	0,0	9,3	18,4	-23,9	-38,2
Media aritmetica	1,9	11,8	71,5	-539,0	-193,2
Muestra ajustada:					
Media aritmetica	-4,1	11,8	5,6	-16,6	-30,1
Desviacion estandar	75	52	58	49	41

Ratio de acidez (activo circulante sin existencias/pasivo circulante)	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Muestra completa:					
Media acotada	-1,4	2,5	12,6	-26,2	-40,2
Media aritmetica	2,3	6,5	67,7	-332,6	-147,9
Muestra ajustada:					
Media aritmetica	-4,3	3,9	-0,6	-19,1	-31,0
Desviacion estandar	66	49	59	57	45

**Tabla 5**

**Calculos estadísticos sobre la diferencia de comportamiento de la muestra en relación a las comparables**

**Ratios operativos**

<b>Ebit/ventas</b>					
	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Muestra completa:					
Media acotada	3,1	1,3	0,8	-0,4	-1,5
Media aritmetica	3,1	1,5	0,5	-0,6	-2,1
Muestra ajustada:					
Media aritmetica	1,2	0,6	-1,9	0,2	-2,6
Desviacion estandar	11	12	11	7	9

<b>Beneficio neto/ventas</b>					
	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Muestra completa:					
Media acotada	2,5	2,0	-2,4	-3,2	-6,0
Media aritmetica	1,8	1,4	-1,6	-3,0	-7,3
Muestra ajustada:					
Media aritmetica	5,2	-0,4	0,7	-2,3	-3,2
Desviacion estandar	17	13	13	10	5

<b>Flujo de fondos / ventas</b>					
	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Muestra completa:					
Media acotada	2,6	1,6	-2,0	-2,6	-4,2
Media aritmetica	0,4	0,7	-1,4	-3,2	-5,7
Muestra ajustada:					
Media aritmetica	3,2	-0,5	-2,0	-2,7	-3,7
Desviacion estandar	9	12	9	10	11

Tabla 6

Calculos estadísticos de la evolución de los ratios de la muestra en relación a las comparables

Rentabilidad de Recursos Propios (ROE)

	Flujo de fondos/Recursos Propios			
	+1 vs -1	+1 vs -2	+2 vs -1	+2 vs -2
Muestra completa:				
Media acotada	-12,4	-31,2	-5,2	-26,4
Media aritmetica	-119,4	-142,5	-52,5	-75,7
Muestra ajustada:				
Media aritmetica	-9,7	-10,4	-10,1	-10,8
Desviacion estandar	41	40	56	53

	Beneficio neto/Recursos propios			
	+1 vs -1	+1 vs -2	+2 vs -1	+2 vs -2
Muestra completa:				
Media acotada	-2,5	-43,8	14,9	-23,6
Media aritmetica	-90,8	-138,7	17,6	-30,3
Muestra ajustada:				
Media aritmetica	3,7	-8,8	-1,7	-14,2
Desviacion estandar	58	44	53	62

tabla 7

Calculos estadísticos de la evolución de los ratios de la muestra en relación a las comparables

Rentabilidad sobre la Inversión (ROI)

Ebitda/inversion neta	+1 vs -1	+1 vs -2	+2 vs -1	+2 vs -2
Muestra completa:				
Media acotada	-17,1	-20,4	-17,9	-18,1
Media aritmetica	-28,7	-32,0	-18,7	-22,0
Muestra ajustada:				
Media aritmetica	-5,5	-8,3	-8,2	-10,9
Desviacion estandar	31	38	31	39

Ebit/inversion neta	+1 vs -1	+1 vs -2	+2 vs -1	+2 vs -2
Muestra completa:				
Media acotada	-15,9	-19,6	-13,4	-19,8
Media aritmetica	-24,7	-30,5	-15,7	-21,6
Muestra ajustada:				
Media aritmetica	-4,1	-5,7	-7,7	-9,4
Desviacion estandar	32	37	31	38

**Tabla 8**  
**Calculos estadísticos de la evolución de los ratios de la muestra en relación a las comparables**

**Estructura de capital**

Deuda total/activo total	+1 vs -1	+1 vs -2	+2 vs -1	+2 vs -2
Muestra completa:				
Media acotada	12,9	6,6	17,5	11,5
Media aritmética	9,0	4,2	10,4	5,6
Muestra ajustada:				
Media aritmética	11,4	5,5	15,0	9,0
Desviación estándar	17	21	22	26

Deuda Fin./recursos propios+ Deuda Fin.	+1 vs -1	+1 vs -2	+2 vs -1	+2 vs -2
Muestra completa:				
Media acotada	14,7	15,6	18,0	22,0
Media aritmética	10,6	15,9	17,9	23,1
Muestra ajustada:				
Media aritmética	11,2	10,7	14,9	14,4
Desviación estándar	23	32	28	36

Tabla 9

Calculos estadísticos de la evolución de los ratios de la muestra en relación a las comparables

Ratios de liquidez

	Liquidez general (activo circulante/pasivo circulante)			
	+1 vs -1	+1 vs -2	+2 vs -1	+2 vs -2
Muestra completa:				
Media acotada	-36,6	-30,5	-55,6	-51,7
Media aritmetica	-550,9	-540,9	-205,1	-195,1
Muestra ajustada:				
Media aritmetica	-29,4	-23,0	-50,9	-44,5
Desviacion estandar	56	66	67	73

	Ratio de acidez (activo circulante sin existencias/pasivo circulante)			
	+1 vs -1	+1 vs -2	+2 vs -1	+2 vs -2
Muestra completa:				
Media acotada	-29,0	-28,4	-48,5	-49,8
Media aritmetica	2,3	6,5	67,7	-332,6
Muestra ajustada:				
Media aritmetica	-18,3	-9,9	-34,4	-26,0
Desviacion estandar	42	56	52	70

**Tabla 10**

**Calculos estadísticos de la evolución de los ratios de la muestra en relación a las comparables**

**Ratios operativos**

Ebit/ventas				
	+1 vs -1	+1 vs -2	+2 vs -1	+2 vs -2
Muestra completa:				
Media acotada	-1,8	-2,9	-4,0	-5,8
Media aritmetica	-2,1	-3,7	-3,6	-5,2
Muestra ajustada:				
Media aritmetica	-1,4	-1,0	-4,1	-3,6
Desviacion estandar	10	8	12	11

Beneficio neto/ventas				
	+1 vs -1	+1 vs -2	+2 vs -1	+2 vs -2
Muestra completa:				
Media acotada	-5,0	-5,2	-8,3	-10,5
Media aritmetica	-4,4	-4,7	-8,7	-9,0
Muestra ajustada:				
Media aritmetica	-0,6	-3,6	-4,8	-7,8
Desviacion estandar	10	10	14	15

Flujo de fondos / ventas				
	+1 vs -1	+1 vs -2	+2 vs -1	+2 vs -2
Muestra completa:				
Media acotada	-4,9	-4,6	-6,5	-7,1
Media aritmetica	-3,9	-3,5	-6,4	-6,1
Muestra ajustada:				
Media aritmetica	-0,4	-2,7	-2,8	-5,1
Desviacion estandar	10	8	16	13

## ANEXO 1

### Resumen de los cambios en la actividad de las empresas tras las LBO

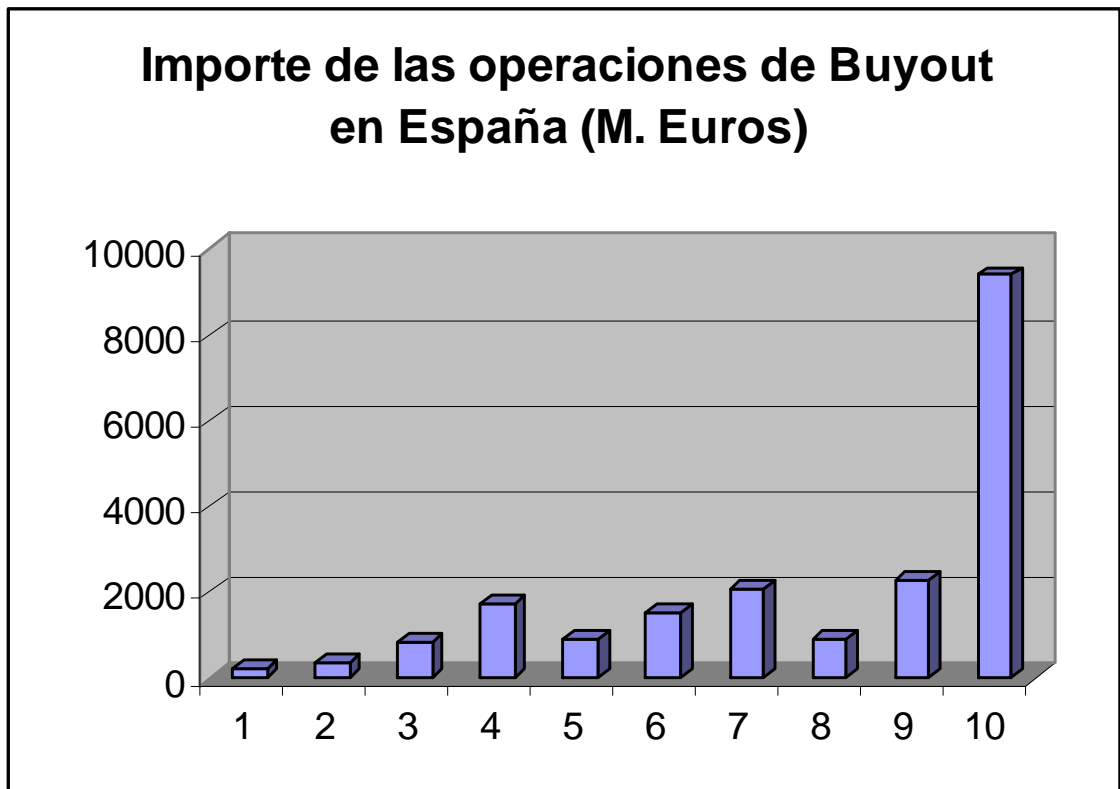
expresados como incrementos o disminuciones porcentuales

Variable	Kaplan 1989	Muscarella y Vetsuypens 1990	Opler 1993	Smith 1990
Flujo de caja / Ventas	20,10%	23,50%	8,80%	18%
Ventas por empleado	No disponible	3,10%	16,70%	18%
Impuestos	No disponible	No disponible	-90,50%	-80%
Inversión / Ventas	-31,60%	-11,40%	-46,70%	-25%
Empleados	0,90%	-0,60%	-0,70%	-22%
I+D / Ventas	No disponible	No disponible	0,00%	-75%
Periodo analizado	1980-86	1976-87	1986-89	1976-1986
Número de operaciones LBO	37	43	46	18
Número de años observados (antes, después)	(-1,2)	Variable	Variable	(-1,2)

Fuente: Mercados financieros y estrategia empresarial. Grinblatt y Titman



ANEXO 2



Fuente: CMBOR / Barclays Private Equito / Deloitte

## Referencias bibliográficas

**AMESS, K.**, (2003), "The effect of Management Buyouts on firm level technical inefficiency: evidence from a panel of UK machinery and equipment manufacturers", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 1, pp. 35-44.

**BAKER, G. y WRUCK, K.** (1989), "Organisational changes and value creation in leverage buyouts: the case of OM Scott and Sons Company", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 163-90.

**DESBRIERES, P. y SCHATT, A.** (2002), "The impacts of LBO son the performance of acquired firms: the french case", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29, pp. 695-729.

**GRINBLATT, M. y TITMAN, S.** (2002), "Mercados financieros y estrategia empresarial" Ed. Mc Graw Hill.

**HITE, G. y VETSUYPENS, M.** (1989), "Management Buyouts of divisions and shareholders Wealth", *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 953-70.

**IPPOLITO, R. y JAMES, W.** (1992), "LBOs, reversión and implicit contracts", *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 139-67.

**JENSEN, M.** (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-29.

**JENSEN, M.** (1989), "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, Vol. 76, pp. 61-74.

**KAPLAN, S.** (1989), "The effects of Management Buy Outs on operating performance and value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 217-54.

**KAPLAN, S.** (1989), "Management Buyouts: evidence on taxes as a source of value", *Journal of Finance*, Vol. 3, pp. 611-32.

**KAPLAN, S. y STEIN, S.** (1993), "The evolution of buyouts pricing and financial structure in the 1980´s", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, pp. 313-57.

**LICHTENBERG, F. y SIEGEL, D.** (1990), "The effects of Leverage Buyouts on productivity and related aspects of firm behaviour", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 165-94.

**LOWENSTEIN, L.** (1985), "Management Buy Outs", *Columbia Law Review* 85, pp. 730-84.

**MASCAREÑAS, J.** (2005), "Fusiones y adquisiciones de empresas", Ed. Mc. Graw Hill.

**MEHRAN, H.**, (1995), "Executive compensation structure, ownership and performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp. 163-84.

**MUSCARELLA, C. y VETSUYPENS M.** (1990), "Efficiency and organisational structure: a study of reverse LBO", *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 1389-413.

**OPLER, T.** (1992), "Operating performance in Leverage Buyouts: evidence from 1985-1989", *Financial Management*, Vol. 22, pp. 27-34

**SETH, A. y EASTERWOOD, J.** (1993), "Strategic redirection in large MBO: the evidence from post buyouts restructuring activity", *Strategic Management Journal*, Vol. 14, pp. 251-73.

**SHLEIFER, A. y SUMMERS, L.**, (1988), "Breach of Trust in hostile takeovers". Cap. 2 en Corporate takeovers: causes and consequences. A. J. Auerbach, ed. Chicago: University of Chicago Press.

**SINGH, H.** (1990), "Management Buy Out and shareholder value", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, pp. 111-29.

**SMITH, A.** (1990), "Corporate ownership structure and performance: the case of Management buyouts", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 143-64.

**WRIGHT, M.; RENNEBOOG, L.; SIMONS, T. y SCHOLES L.**, (2006) "Leverage Buy Outs in the U.K. and Continental Europe" *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 18, pp. 38-55.