

Introducción a las compras de empresas con apalancamiento

Tapia, Gustavo N.

1. Compras apalancadas de empresas

Una compra apalancada o compra financiada por terceros (Leveraged buy out — LBO) consiste en la adquisición de una empresa con la ayuda de una gran parte de capital externo para alcanzar la suma necesaria. Como garantía (o "apalancamiento" se utiliza para ello de forma exclusiva o mayoritaria los flujos o activos de la empresa por adquirir, y asegurar así el dinero prestado en la compra. Este tipo de operaciones son frecuentes entre los inversores de las denominadas private equity.

La expectativa del comprador en una compra apalancada se basa en el principio del apalancamiento. Con unos medios propios reducidos se consigue una rentabilidad financiera, siempre y cuando la rentabilidad total sea mayor que los intereses del capital de terceros. Requisito es también que la empresa objetivo tenga un flujo líquido lo suficientemente elevado para hacer frente a las obligaciones futuras.

La financiación se basa exclusivamente en la capacidad de pago de la empresa por adquirir, es por ello que se puede equiparar la financiación de una compra apalancada con la financiación de un proyecto. En la necesidad de ganar medios para el pago de las obligaciones y beneficio para el inversor, se encuentra el riesgo de la compra apalancada, tanto para la empresa que se compra, como para la compradora y para la que aporta el capital: también en el caso en que la empresa objetivo pase por dificultades financieras se deben encontrar medios para el pago de las obligaciones.

Para la realización de la inversión, el inversor declara su participación propia (denominado salida) después de un período determinado, que suele comprender 4 o 5 años. Si el siguiente comprador también es un inversor financiero, entonces se habla de compra secundaria, y si el siguiente también lo fuera compra terciaria.

LBO y MBO

Como hemos mencionado, el LBO ó Leveraged Buy Out: o compra con apalancamiento de activos, es un método financiero para conseguir la adquisición de otra empresa usando como financiación el valor de los activos de la misma compañía que queremos comprar. En tanto que el MBO ó Managment Buy Out, consiste en la compra de una determinada empresa por parte de su equipo directivo. Es una operación que, en la gran mayoría de ocasiones, necesita el apoyo externo en forma de aporte financiero.

Desde un punto de vista financiero son muchas las diferencias que plantea una compra por MBO a otra por LBO. Como podemos apreciar ya en su definición más básica, la parte diferenciadora se centra en la forma de financiación que nos pueden ayudar a conseguir realizar cada una de estas dos figuras financieras.

Para comprar por MBO tendremos que haber conseguido de forma anterior alguna ventaja competitiva interesante que nos ayude a situarnos en el punto perfecto para llevarlo a cabo. Las opciones más interesantes a la hora de conseguir realizar el MBO son:

* Que se produzca una situación en el que un accionista mayoritario de la empresa, sobre la que queremos realizar el MBO, esté dispuesto a vender su participación en la misma. Cuanto mayor sea la participación o mayor la cantidad de accionistas que se dispongan a vender más relevante la operación para los nuevos compradores.

* Ya que son los propios ejecutivos o directivos de la empresa los que se van a hacer cargo de comprar esas participaciones y así quedarse con el control de la compañía, es indispensable tener un equipo de confianza, capaz de arriesgar en decisiones -como la compra apalancada supone- y que además sean profesionales comprometidos con el desarrollo comercial de la misma.

* Tener un negocio que sea rentable a medio y largo plazo, con pocos costos fijos y que también se pueda trabajar sobre los costos variables, para que de este modo se trate de maximizar el beneficio operativo de la firma.

* Suele ser fundamental, conseguir una recuperación rápida de la inversión.

* Renovar la imagen de la marca, considerando además que podrían aceptarse nuevos inversores, lo que se traduce en negocios de mayor tamaño y cambio de imagen.

En el LBO, como apalancamiento la compra de la empresa es realizada por otra empresa mientras que en el MBO, la operación es entre una empresa y sus directivos.

La idea del LBO es que se produzca la compra de la segunda empresa gracias a una financiación basada en el valor de los activos previamente adquiridos de la misma compañía. Es una gran ventaja ya que en muchas ocasiones el desembolso no es tan alto como en el MBO y se puede realizar sin ayuda de una mano amiga que nos aporte un gran volumen de financiación.

Las pautas más interesantes de este del LBO son:

* Debido a la adquisición de otra empresa o tipo de negocio, para los compradores es factible abrir una primera empresa hacia una evolución interesante, y si están relacionadas con los aspectos productivos y del mercado comercial podrán ampliar su negocio global.

* La deuda incurrida con la compra de la empresa desde el primer momento se financia casi completamente con el poder empresarial adquirido.

* Si se adquirió un préstamo para pagar la compra a posteriori, se pretenderá cancelar los intereses a través de los flujos de efectivos de ambas compañías.

* Por último el valor fundamental del sistema LBO, se funda en el apalancamiento. Mientras que el ratio de la deuda puede crecer, la porción de la acción para el financiamiento se contrae, con lo cual casi desde el primer momento de la firma de la compra de la empresa, si se buscara recomprarla valdría alrededor de un 25-35% el valor original pagado por nosotros.

En definitiva tanto el MBO como el LBO son dos actuaciones de tipo financiero mediante el cual se puede conseguir la adquisición directa de una empresa por caminos diferenciados. Un punto a tener en cuenta en ambas situaciones, es que habrá que supervisar los flujos de los fondos de la empresa, involucrados para llevar a cabo y para cumplir la operación de compra de la empresa y las obligaciones contraídas a partir de ella.

Evidentemente una vez conseguida cualquiera de las dos operaciones, dependerá de la nueva gestión para optimizar capacidad operativa en la producción y la comercialización de los productos y servicios.

En el LBO, luego de la adquisición, provoca que el coeficiente deudas/fondos propios aumente considerablemente. Como resultado, el servicio de la deuda (pagos de interés y capital) absorbe una gran parte del cash flow generado por la empresa. Consecuentemente, el riesgo de no poder servir la deuda es más alto y la posición de los prestamistas es más riesgosa que en una adquisición convencional, haciendo que las tasas de interés sean más altas para este tipo de operación.

La deuda se garantiza no sólo por la calidad crediticia del comprador, sino por los activos de la empresa adquirida y sus flujos de caja esperados. Por otra parte, el LBO puede utilizarse también como una estrategia financiera defensiva y de ataque en el campo de las fusiones y adquisiciones. Ante un intento de control hostil, la gerencia podría proponer a los accionistas el uso de un LBO como medio por el que ella comprará las acciones de aquellos accionistas que no quieran participar en la nueva empresa. Del otro lado, las adquisiciones hostiles también pueden ser realizadas a través del LBO.

También el LBO puede utilizarse para incrementar el apalancamiento financiero y conseguir un aumento de los ahorros fiscales y al mismo tiempo disminuir los costos de agencia provenientes de los conflictos de intereses entre gerentes y accionistas.

En el caso del MBO hay una cantidad de aspectos éticos que corresponde tratar por separado habida cuenta las partes que intervienen en la operación. La provisión de fondos puede ser por parte de bancos o a la emisión de bonos con altos rendimientos.

En los LBO se usan varios tipos de deuda con diferentes riesgos y rendimientos. Una gran parte del arte del LBO descansa en diseñar el tipo de financiamiento que debe ser utilizado a los efectos de sincronizar las necesidades del negocio.

Debido al mayor riesgo financiero que implica la compra de una empresa usando una gran cantidad de deuda, el uso del LBO debería reservarse para empresas que cumplan las siguientes características:

- Beneficios y flujos de caja estables.
- Resistencia a recesiones.
- Activos importantes y sólidos.
- Líneas de producto y cuota de mercado bien establecida

- Cantidad de activos fijos que permita asegurar los préstamos

En principio, estas son las características que debería reunir una empresa a ser adquirida bajo el sistema LBO, de forma tal que la adquirente asegure el repago de la deuda. No obstante, a veces se adquieren empresas por las oportunidades de crecimiento futuras que percibe la adquirente, aún cuando los beneficios no se hayan estabilizado ni haya una cuota de mercado bien establecida.

Los componentes del proceso de un LBO son:

- Se produce la decisión de vender la empresa o parte de ella.
- Los compradores acuden al banco de inversión indagando la posibilidad de financiación a través de un LBO
 - El comprador realiza una valuación de la empresa, utilizando alguna de las técnicas conocidas (flujos de fondos descontados, múltiplos, opciones). Esto persigue determinar el valor de la firma y la capacidad de repago de la deuda. Se exploran los límites como el valor de liquidación que actúa como un suelo mínimo de valor (mide lo que recibiría el prestamista si hubiese que liquidar la empresa), los valores de reemplazo y las opciones de abandono.
 - Se determina el precio de compra.
 - Se determina la inversión que realizarán los compradores, si los prestamistas así lo exigen, de forma tal de involucrar más a los compradores en la gestión de la empresa.
 - Se constituye el grupo de prestamistas.
 - Se emiten acciones de la empresa con objeto de que sean adquiridas por inversores externos, cuando no hay suficiente financiación con deuda en el mercado.
 - Se acuerda la financiación. Si los flujos de caja futuros son suficientes para atender el servicio de la deuda, con un razonable rango de error, el trato será consumado.

Respecto a la información requerida en las operaciones LBO:

Al comprador:

- * Flujos de caja que le permitan atender el servicio de la deuda.
- * Experiencia y capacidad del management.
- * Activos fijos que podrían ser vendidos en caso de ser necesario o realizar un arrendamiento financiero que proporcionaría financiación extra.
- * Existencia de activos no indispensables que pudieran ser vendidos (efecto sinérgico negativo).
- * Ahorros fiscales que generan los intereses de la deuda necesaria para realizar la compra.
- * Necesidad de reinversión de flujos de caja.
- * Reserva de endeudamiento
- * Buena rotación de cuentas a cobrar e inventarios

A los prestamistas:

- * Flujos de caja que le permitan atender el servicio de la deuda.
- * Experiencia y capacidad del management.
- * Posición de mercado de la empresa
- * Concentración de la industria
- * Futuras necesidades de financiación
- * Comportamiento histórico
- * Oportunidades de crecimiento
- * Grado de concentración de sus clientes y proveedores
- * Localización geográfica
- * Posibilidades de reducir costos

En función del estudio de la capacidad de repago, los prestamistas podrán proporcionar una financiación que represente un múltiplo de su flujo de caja.

En tanto, los vendedores están representados por el grupo de accionistas cuyos títulos desea el comprador que lanza el LBO. En general, la parte vendedora trata de obtener una prima lo más alta posible sobre el valor de mercado de las acciones (1).

El precio de las acciones en el mercado refleja su valor cuando se negocian pequeñas cantidades de las mismas. Cuando se busca comprar una gran cantidad, el precio aumenta, debido que hacerse del control de paquetes significativos requiere usualmente de una prima. El otro factor que opera sobre el alza del precio de la acción es que el comprador actúa basado en las sinergias que cree poder conseguir.

Las motivaciones de la parte vendedora, también es un factor a considerar. En tanto una empresa familiar con problemas derivados del cambio generacional, puede ofrecer oportunidades de inversión, en el rubro de vendedores formado por empresas pertenecientes a multinacionales, las razones pueden fundarse en una desinversión por cuestiones estratégicas y / o la marginalidad del negocio que representa para ellos. En otros casos las causas se basan en necesidades de liquidez.

El banco de inversión tiene como principal función llevar a buen puerto el acuerdo entre comprador y vendedor, lo que muchas veces hace que se encargue de toda la operación. Además de invertir en el propio LBO, actuará como consejero del mismo y probablemente será el accionista mayoritario, permaneciendo en permanente contacto con la gerencia. Las funciones del banco de inversión son las siguientes:

Encontrar al comprador: es común que cuando una empresa desea salir del negocio, encargue al banco de inversión un candidato comprador. El banco le diseñará a estos últimos un LBO y estudiará quienes pueden ser los potenciales inversores.

- Análisis y estructura del acuerdo
- Negociación: actúa como intermediario entre la empresa que usa el LBO y los vendedores de la otra empresa
- Organizar la financiación: localización de los recursos financieros, definición de los principales instrumentos de deuda y acciones, y ajuste de los intereses del comprador y vendedor.

El diseño de la estructura de capital es uno de los aspectos más importantes en un LBO debido a la necesidad de sincronizar los flujos de ingresos y egresos de fondos, adaptando un esquema de financiamiento a los ingresos operativos de la empresa objetivo.

2. Casos estructura de financiamiento

En un orden de apalancamiento creciente, se emplearán acciones, acciones preferidas, luego endeudamiento, con deuda de segundo tramo (2) y subordinadas.

A) En primera instancia se trabajará con una estructura de capital formada por acciones ordinarias que se distribuyen de la siguiente manera:

Estructura Capital	Dirección	Inversores	Total
Acciones Ordinarias	200	9.800	10.000
% financiación	2%	98%	
% acciones	2%	98%	
Financiamiento total			10.000

B) Incorporando acciones preferidas, en el habrá por tanto un derecho a un dividendo fijo y sobre algunos activos en el caso de liquidación de la firma, previa a la distribución que pudiera corresponderle a los accionistas ordinarios.

Al obligarse la empresa a abonar una cantidad fija de dividendos, se produce una situación de apalancamiento financiero.

Estructura Capital	Dirección	Inversores	Total
Acciones Ordinarias	200	800	1.000
Acciones Preferidas		9.000	9.000
% financiación	2%	98%	
% acciones	20%	80%	
Financiamiento total			10.000

Al apalancarse con acciones preferidas, aumenta el porcentaje de acciones en poder de la Dirección.

C) Agregando endeudamiento de primer tramo. Se reemplazará una parte de las acciones ordinarias y

preferidas en poder de los inversores por deuda:

Estructura Capital	Dirección	Inversores	Prestamistas	Total
Acciones Ordinarias	200	300		500
Acciones Preferidas		3.500		3.500
Deuda principal			6.000	6.000
% financiación	2%	38%	60%	
% acciones	5%	95%	0%	
Financiamiento total				10.000

D) Estructura con rescate de acciones: en este caso, los inversores mantendrán las acciones preferidas y dividirán la tenencia del punto anterior de acciones ordinarias a la mitad siendo la diferencia acciones rescatables.

Estructura Capital	Dirección	Inversores	Prestamistas	Total
Acciones Ordinarias	200	150		350
Acciones Rescatables		150		150
Acciones Preferidas		3.500		3.500
Deuda principal			6.000	6.000
% financiación	2%	38%	60%	
% acciones	40%	60%	0%	
% acciones luego del rescate	57%	43%	0%	
Financiamiento total				10.000

E) Estructura con rescate y deuda subordinada (mezanine capital): los prestamistas de este tramo, tendrán un pequeño porcentaje de las acciones ordinarias (8 %) a cambio de lo que suministran el 25 % del capital ajeno en forma de deuda subordinada, cobrando los intereses sólo si hay beneficios y teniendo en compensación a causa del mayor riesgo un tipo de interés mayor respecto de la deuda principal.

Estructura Capital	Dirección	Inversores	Prestamistas	Subordinada	Total
Acciones Ordinarias	200	130		20	350
Acciones Rescatables		130		20	150
Acciones Preferidas		3.000			3.000
Deuda principal			4.000		4.000
Deuda subordinada				2500	2.500
% financiación	2%	33%	40%	25%	
% acciones	40%	52%	0%	8%	
% acciones luego del rescate	57%	37%	0%	7%	
Financiamiento total					10.000

Con el segundo tramo de endeudamiento subordinado, la empresa ha aumentado su capacidad de financiación por encima de la emisión de deuda principal. Es subordinada, ya que los titulares de esta deuda, sólo recibirán cupones de interés sólo si hay beneficios, en tanto que la deuda principal habrá que cancelarla con prioridad existan o no resultados positivos.

Sin embargo, el pago de los intereses por deuda subordinada es previo al de los dividendos por acciones, incluso el de acciones preferidas.

Otra característica de este tipo de financiación es que participa en el capital, donde los prestamistas tienen también un pequeño porcentaje de las acciones. En un LBO, el comprador pretende adquirir un buen paquete de acciones ordinarias pero aportando sólo un pequeño porcentaje de la inversión, mientras que la deuda principal soporta el porcentaje mayor (3).

Desde el punto de vista del inversor, este tipo de financiación proporciona una mayor rentabilidad que otros tipos de deuda, y aunque su riesgo es superior, éste puede reducirse invirtiendo en todas las fuentes financieras del LBO.

La ventaja del LBO para los inversores en acciones, estriba en que la adquisición es financiada básicamente mediante deuda y con una pequeña cantidad de acciones. Por lo tanto, cuanto mayor sea el acceso a los fondos de deuda subordinada, mayor será la facilidad de realizar el LBO. Como esta financiación afecta sólo a una parte reducida del capital social, los propietarios sacrifican menos que si el acuerdo involucrase exclusivamente financiación mediante emisión de acciones.

Una vez que la firma ha definido una estructura de capital óptima, el costo de capital promedio ponderado aproximado —WACC approach— conforma un criterio para determinar el valor de la empresa.

El WACC approach asume que la firma va recalculando periódicamente sus estructura de capital para mantener constante las relaciones Deuda/Activos Totales y Deuda/Patrimonio.

La empresa adiciona o reduce cantidad de deuda (o acciones) a fin de alcanzar la combinación de estructura financiera óptima con el menor costo de capital.

Los cambios en el nivel de actividad económica con sus efectos en las ventas y en los resultados, además de impactar en el flujo de fondos, incidirá en la proporción deuda/acciones.

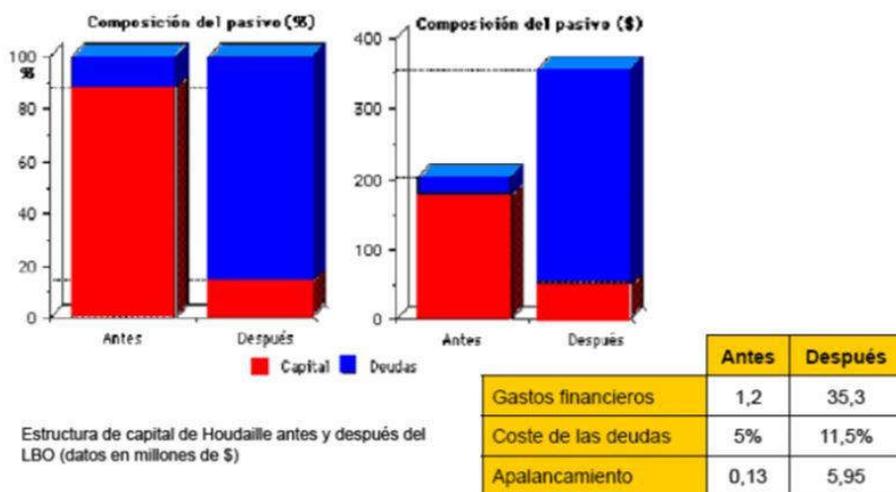
Cuando se proyecta el flujo de fondos, si las Ganancias antes de Intereses e Impuestos —EBIT— aumenta en un periodo cualquiera, aumenta también el cash flow disponible para el accionista, y la empresa recoge el impacto en valor presente, por lo que en el WACC approach debería aumentar también la deuda que es definida como un porcentaje del valor total de la empresa. El efecto contrario se produce cuando disminuye el EBIT. Los rendimientos esperados sobre la deuda y las acciones deberían seguir siendo los mismos, en la medida que no varíen las proporciones ni el riesgo de los activos.

3. Esquema típico. Clases de compras apalancadas

El esquema típico de un LBO es el siguiente:

- Un grupo de inversores (bancos, capital-riesgo) forman una sociedad instrumental (SI).
- La SI lanza una OPA a la empresa objetivo. Esta OPA está financiada con préstamos que el grupo de inversores ha otorgado a la SI.
- Una vez comprada se les paga a los accionistas con el dinero resultante de la empresa salida de la fusión.
- Las deudas de la SI quedan integradas en la nueva empresa

Los inversores que practican LBO, buscan rendimientos entre 25% y 40%.



García Estévez. Ejemplo aplicación (2008)

Criterio importante para un LBO: Diferencia existente entre el valor del mercado de la empresa y su valor real. El usuario del LBO cree que puede explotar esa diferencia. Ofrecerá una prima sustancial sobre el valor de mercado.

Como se describió previamente, en una operación de LBO se puede utilizar la modalidad de financiación mediante franjas verticales. Se emplea con frecuencia la estructura Bono más Warrant, en base a las ventajas de las franjas de financiación y los fines perseguidos.

Activos financieros	% de la Financiación	Fuente
Deuda principal a corto plazo	5-20	Banca comercial
Deuda principal a largo plazo y deuda subordinada	40-80	Compañías de seguros, bancos y fondos de inversión en LBO
Acciones preferentes	10-20	Compañías de seguros y capitalistas-riesgo
Acciones ordinarias	1-20	Compañías de seguros, capitalistas-riesgo y directivos

Estructura típica de la mayoría de los LBO

Como mencionásemos, las compras apalancadas, conocidas como LBO, son transacciones en las que

la sociedad adquiere una compañía ya consolidada en su sector, utilizando para su financiación una cantidad de deuda relativamente importante que será repagada por parte de la sociedad adquirida. En estas operaciones, en principio, la única garantía es el valor de la compañía objetivo y la generación de flujos de caja recurrentes, es decir, su capacidad de repago.

Las MBO (Management Buy-Out) consisten en la compra de una determinada empresa por parte de su equipo directivo. Es una operación que, en la gran mayoría de ocasiones, necesita el apoyo externo en forma de financiación. La variante MBI (Management Buy In) consiste en la adquisición de una sociedad en la que el control de esta es obtenido por un equipo directivo externo a la misma apoyados por una empresa de capital inversión. En tanto que en el formato BIMBO (Management Buy In Management Buy-Out) consiste en la adquisición de una sociedad en la que el control de ésta es obtenido por la combinación de un equipo de directivos que trabaja en la misma junto con el apoyo de directivos externos.

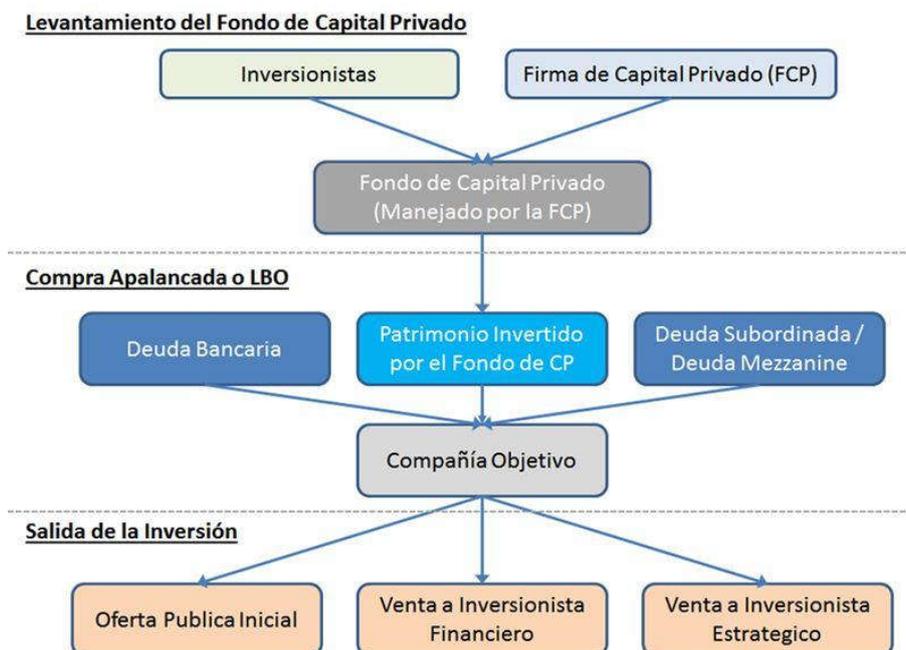
Consideraciones finales

Una firma de capital privado crea fondos de capital en los que invierten inversionistas institucionales (ej. compañías de seguros o fondos de pensiones) o individuos con alto poder adquisitivo. La firma de capital privado invierte estos fondos adquiriendo una posición importante en el capital de una empresa objetivo buscando tener control de las decisiones para la gestión.

Se formulan diversas estrategias para mejorar el valor de la compañía. Estas acciones pueden incluir mejorar las operaciones de la empresa, mejorar el equipo gerencial de la compañía, darle acceso a la empresa a recursos monetarios para crecer, adquirir otras empresas en el sector y consolidarlas en una sola, entre otros.

Típicamente, después de un periodo de alrededor de 6 años, la firma de capital privado busca vender su participación en la empresa y obtener en el proceso un retorno importante sobre el capital que había invertido inicialmente.

Además de buscar mejorar el valor de la empresa por medio de mejoras a sus operaciones, las firmas de capital privado buscan invertir en sectores que están creciendo para poder beneficiarse de la apreciación de la empresa y venderla a un precio más alto del que pagó por ella unos años atrás. Las ingenierías financieras que se explicitaron van en este sentido.



En los LBO las proyecciones financieras de utilidades, ventas y sobre todo el flujo de fondos, definen el monto de la deuda que una compañía puede repagar de una forma confiable. Estas proyecciones son clave para expresar una oferta de adquisición de la compañía, y una oferta correcta significa prácticamente todo en un LBO: entre más alto el precio pagado, más alta la deuda.

Fuentes Bibliográficas

Bernanke, Ben S., and John Y. Campbell. "Is There a Corporate Debt Crisis?" Brookings Papers on

Economic Activity (1:1988), pp. 83-125.

DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Edward M. Rice. "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth," *Journal of Law and Economics* (October 1984), pp. 367-401.

Dowd, Ann Reilly. "Washington's War Against LBO Debt:" *Fortune* (February 13, 1989), pp. 91-92.

Federal Reserve Bank of Kansas City "Board Issues Guidelines for LBO, Other Highly Leveraged Loans -." *The Fed Lette*, (April 1989), p. 1.

Ferguson, Douglas E. "Solving the Leverage Problem," *New York Journal of Commerce*, January 9, 1989.

Fidler, Stephen and Norma Cohen. "Widening the Junk Default Debate," *Financial Times*, July 20, 1989.

Fortier, Diana L. "Buyouts and Bondholders' *Chicago Fed Letter* (January 1989).

Francis, David R. "Takeovers Cut Central-Office Costs' *The NBER Digest*, June 1989.

Friedman, Benjamin M. "Increasing Indebtedness and Financial Stability in the United States' in *Federal Reserve Bank of Kansas City, Debt, Financial Stability and Public Policy* (August 1986), pp. 27-53.

Greenspan, Alan. "Statement Before the Committee on Ways and Means, United States House of Representatives:' *Federal Reserve Bulletin* (April 1989), pp. 267-72.

Jarrell, Gregg A., James A. Brickley, and Jeffrey M. Netter. "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980:' *Journal of Economic Perspectives* (Winter 1988), pp. 49-68.

Jensen, Michael C. 'Takeovers: Their Causes and Consequences:' *Journal of Economic Perspectives* (Winter 1988), pp. 21-48.

Jensen, Michael C., and William H. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure' *Journal of Financial Economics* (October 1976), pp. 305-60.

Laderman, Jeffrey M. "Earnings, Schmernings—Look at the Cash' *Business Week* (July 24, 1989a) pp. 56-57.

Marais, Laurentius, Katherine Schipper and Abbie Smith. Torabzadeh, Khalil M., and William J. Bertin. "Leveraged "Wealth Effects of Going Private For Senior Securities," *Buyouts and Shareholder Returns*," *Journal of Financial Economics* (June 1989), pp. 155-91. *Research* (Winter 1987), pp. 313-19.

Mitchell, Mark L., and Kenneth Lehn. "Do Bad Bidders Yago, Glenn. "LBOs, UFOs and Corporate Perestroika:' *Become Good Targets?*" mimeo (August 1988). *Wall Street Journal* (July 19, 1989).

Passell, Peter. *LBO Performance*," mimeo (May 17, 1989). "Economic Scene: The \$12 Billion Misunderstanding:' *New York Times*, Lowenstein, Louis. "No More Cozy Management Buyouts," July 17, 1989.

Stancill, James McNeill. *Harvard Business Review* (January/February 1986), "LBOs for Smaller Companies:' pp. 147-56. *Harvard Business Review* (January/February 1988), pp. 18-26.

(1) El promedio económico mundial en el contexto anglosajón se ubica en el 56 %.

(2) Empleo del Mezanine Capital y otros instrumentos financieros híbridos.

(3) A efectos de determinar la cantidad óptima de la deuda subordinada, es necesario analizar la relación riesgo rendimiento. Para ello pueden realizarse varios análisis con posibles escenarios, utilizando la relación Resultado antes de Intereses e Impuestos / EBIT/ Ganancias por acción) los diferentes grados de cobertura de intereses (Resultado antes de intereses e impuestos / Intereses). En la medida que la empresa tenga éxito en la inversión, un alto grado de apalancamiento financiero elevará el rendimiento de los accionistas.