APROXIMACION A LOS EFECTOS FINANCIEROS DEL LEVERAGED *BUYOUT*

Félix J. López Iturriaga
Ana I. Rodríguez Escudero
Javier Tascón Fernández

RESUMEN.— En este recorrido a través de los principales participantes que se ven implicados en la realización de un LBO intentamos dar una visión global de una nueva forma organizativa surgida como consecuencia de las ineficiencias nacidas dentro de la que, hasta el momento, sigue siendo considerada como la *reina* de las organizaciones, la sociedad anónima. Las adquisiciones de empresas avaladas por sus propios activos y las asociaciones que nacen entre este tipo de organizaciones, parecen haber solventado el problema de los costes de agencia, principal causa de la pérdida de eficacia en las sociedades anónimas, a la vez que han modificado notablemente la importancia de los recursos ajenos en la financiación de la empresa. En resumen, tras un *buyout* hay un incremento en el valor de la empresa motivado por el ahorro fiscal, mejoras operativas y aumento del valor de cotización de las acciones. Los principales beneficiados de estas transformaciones serán los accionistas, los directivos y los obligacionistas que gocen de acuerdos de protección.

1. INTRODUCCION

«Tradicionalmente los directivos han pensado mucho sobre la competencia con otras empresas. Hoy es necesario que se den cuenta de que compiten también en otro mercado: el de control»[1]. Con esta frase se pretende constatar que la asignación de recursos dentro de la empresa no se aparta de la lógica del mercado. De esta forma, el mercado realiza una

1 Son palabras de E. Bergsma de McKinsey & Co recogidas en la obra de Kiechel (1988).

doble función: por un lado elimina las unidades ineficientes y, por otro, provoca la competencia entre equipos directivos alternativos. Esta segunda actuación se realiza precisamente a través de lo que podríamos denominar *mercado de control.*

Para protegerse de esa presión externa, los directivos adoptan distintos mecanismos de defensa, ya sea internos o externos. Cuando hablamos de medidas internas de protección nos referimos a todo tipo de acuerdos frente a tomas de posición hostiles. Como ejemplo de estos acuerdos cabe citar la *renovación escalonada del consejo,* que consiste en dividir el equipo de dirección entre grupos de igual tamaño que se cambian periódicamente de forma que cada modificación afecta solamente a un tercio del conjunto, permitiendo a los miembros del equipo de dirección que permanecen mantener la mayoría frente a los que entran. Otro acuerdo interno consiste en establecer la necesidad de unas *mayorías cualificadas* para aprobar decisiones de gran trascendencia para la marcha general de la empresa. La gerencia se reserva así el poder discrecional de eludir este mecanismo de control cuando se trata de la adopción de determinadas soluciones en las que la dirección no está dispuesta a dejarse controlar. Un acuerdo de carácter interno más controvertido es el denominado *precio justo* que garantiza a los poseedores de títulos un precio equivalente al de la mejor oferta recibida en una toma de posición hostil.

En relación a los mecanismos de defensa externos, señalaremos el fenómeno que se produce en aquellas sociedades anónimas en las que los trabajadores y directivos van aumentando progresivamente su porcentaje de participación en las empresas. El primero de los casos se conoce como *Employee Stock Ownership Plan* (ESOP) y se caracteriza por la creación de una sociedad (ESOT), que se endeuda ofreciendo como garantía los activos de la empresa en cuestión. Con los fondos obtenidos adquiere las acciones de dicha empresa. Posteriormente recibe una corriente de cobros procedente de los beneficios de la empresa, que destina a amortizar la deuda y, en la misma medida, traspasa a los trabajadores acciones de la empresa con un valor de mercado equivalente a las cantidades recibidas.

La segunda respuesta a las amenazas hostiles y otro mecanismo de defensa externa es el que se identifica con la expresión *management buyout* (MBO) y se manifiesta mediante la adquisición de una parte importante de la empresa por sus propios directivos. En algunos casos se recurre a un elevado endeudamiento financiero con el fin de alcanzar la concentración de la propiedad, denominándose este fenómeno *leveraged buyout* (LBO). La ventaja fundamental de estas estrategias empresariales reside en un aumento de la motivación en las tareas de dirección y gestión por los ahora propietarios de la empresa, que confían en la posibilidad de mejorar la eficiencia con la nueva estructura de propiedad.

Son objeto de este tipo de actuación empresas que se caracterizan por unos beneficios estables, unas líneas de productos consolidadas, una acep-

table cuota de mercado y una buena gerencia[2]. A lo anterior hay que añadir también una gran capacidad para generar recursos financieros, acompañada de escasas oportunidades de crecimiento rentable dentro de su sector. En realidad, son dos caras de la misma moneda, pues las industrias maduras en sectores de bajo crecimiento no precisan elevadas inversiones y, por tanto, los fondos generados, abundantes si su posición competitiva es buena, pueden ser empleados discrecionalmente por sus directivos.

Cuando una empresa con las características ya señaladas se encuentra ante una posible toma de control hostil, los directivos optan por retribuir a los accionistas, ya sea en forma de incremento de dividendos o, en un caso extremo, a través de planes de recompra de acciones propias, convirtiéndose así en tiburones de sí mismos. En este último caso, se produce una reestructuración de la empresa, un cambio en su estrategia operativa y en su estructura financiera, resultando generalmente una empresa fuertemente endeudada.

Los cambios organizativos y el elevado endeudamiento actúan como fuertes incentivos para mejorar la gestión de los directivos que encuentran en el reembolso de la deuda una limitación a su discrecionalidad en la utilización de los fondos generados. Además, la empresa ve reducida la liquidez de sus títulos en el mercado de capitales ya que se presentan dificultades de negociación provocadas por las perspectivas futuras de revalorización. Por otra parte, una fuente adicional de riesgo es la excesiva dependencia de la financiación ajena, lo que provoca una mayor vulnerabilidad de la empresa ante tensiones en los mercados financieros.

Tras esta primera aproximación al LBO como estrategia financiera, el presente artículo se centra en el análisis de las repercusiones de un *buyout* sobre los distintos integrantes de la empresa. Para ello dedicaremos un apartado a cada uno de los principales componentes, esto es: empleados, accionistas, acreedores y directivos. Realizamos esta tarea desde una perspectiva financiera, es decir, nos centraremos en las variaciones de la riqueza de cada uno de los colectivos afectados, prescindiendo de otras consideraciones relativas a los cambios operativos, organizativos, etc. Para finalizar, en el epígrafe de conclusiones recogemos los aspectos más relevantes detallados en el trabajo.

2. INFLUENCIAS SOBRE LOS EMPLEADOS

Existe una opinión bastante generalizada según la cual los *buyouts* y las ofertas hostiles transfieren riqueza a los inversores procedente de la regulación de empleo o de la reducción de los salarios de los trabajadores. Sin embargo, estudios empíricos recientes no confirman esta hipótesis.

2 Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (1990): «La estructura financiera del leveraged buyout». *Análisis financiero* nº 51, julio, pp. 21-46.

Así, los resultados que obtiene Kaplan[3] no son consistentes con la idea tradicional de transferencia de riqueza anteriormente citada, mostrando, además, que los LBOs no conducen a variaciones significativas en el número de empleados.

Sin embargo, estos resultados deben tomarse con precaución, ya que nos encontramos con dificultades para conocer cuál es el nivel final de los convenios salariales, pues una negociación a la baja de los mismos significaría un incentivo de cara a la contratación de nuevos trabajadores. De esta forma, una modificación en el número de trabajadores puede tener su origen tanto en los efectos propios del *buyout*, como en los cambios en el nivel salarial.

Otro problema relacionado con el anterior proviene de las dificultades para estimar los cambios en el empleo, ya que, si bien se mantiene el número de empleados, cabe la posibilidad de que nuevos trabajadores sean contratados después de que otros más antiguos sean despedidos. Otros trabajos[4] han arrojado conclusiones similares, de modo que no se detectan variaciones significativas sobre el nivel de empleo y, por tanto, no se confirma la hipótesis de transferencia de riqueza.

Algunos autores[5], además de corroborar las conclusiones anteriores, analizan las variaciones en la composición interna del empleo tras un LBO. Distinguen entre los obreros directamente vinculados al proceso productivo y los encargados de supervisarlos, observando una significativa caída en el ratio supervisores/empleados de producción. La causa de esta reducción hay que buscarla en el intento de motivar al personal a través de incentivos salariales en lugar de establecer una vigilancia directa. En consecuencia, las retribuciones de los trabajadores de la línea de producción experimentan un cierto incremento.

No obstante los estudios anteriores, parece cierto que la tasa de crecimiento del empleo en empresas que han experimentado un LBO evoluciona a un ritmo más lento que en el resto de empresas participantes en el mercado, como constatan Muscarella y Vetsuypens[6]. No se ha encontrado una respuesta rotunda a este fenómeno, si bien la explicación puede tener su origen en el hecho de que el ritmo de crecimiento de las ventas y de los activos es también menor.

3 Kaplan, S. (1989): «The effects of management buyouts on operating performance and value». *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 217-254.

4 Smith, A. J. (1990): «Corporate ownership structure and peformance. The case of management buyouts». *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 143-164.

5 Lichtenberg, F. R. y Siegel, D. (1990): «The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspectos of firm behavior». *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 168-193.

6 Muscarella, C. J. y Vetsuypens, M. R. (1990): «Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs». *The Journal of Finance*. Vol 45, nº 5, diciembre, pp. 1.389-1.413.

3. INFLUENCIAS SOBRE LOS ANTIGUOS ACCIONISTAS

Empíricamente se pone de manifiesto[7] que hay un notable incremento del valor de los títulos de los antiguos accionistas. Todos los datos apuntan a que éstos ven incrementada su riqueza tras un LBO, ya se trate de aquellos que mantienen su participación dentro de la empresa y que se ven beneficiados por el incremento de valor de sus acciones, o bien de aquellos otros que optan por la venta de sus títulos realizando a corto plazo la prima que se les ofrece por deshacerse de sus participaciones en la empresa (no olvidemos que es el cambio de la propiedad de los títulos de propiedad y el incremento de riqueza que éste genera los que posibilitan la realización del LBO).

Considerando suficientemente probado por los estudios empíricos anteriormente citados el aumento de riqueza, cabe plantearse ahora el origen de este aumento. En otras palabras, ¿se crea valor tras un LBO o simplemente se realiza una transferencia entre los grupos integrantes de la empresa? Si este valor se crea, deberemos estudiar cuál es su origen. Si, por el contrario, se transfiere, la cuestión a resolver es quiénes son los participantes de la empresa perjudicados.

Aceptada la hipótesis de creación de valor como origen de riqueza, se pueden señalar varias causas del aumento de los recursos generados por la empresa. La primera de ellas correspondería a los cambios operativos que se producen. Estos cambios provocan mejoras en la eficiencia que repercutirán favorablemente en los beneficios. Una manifestación de estas transformaciones es el descenso en el fondo de rotación: se reducen las existencias y las cuentas a cobrar y se mantienen, o se incrementan ligeramente, las partidas del pasivo circulante. Siendo evidente la mejora operativa debida a la disminución del fondo de maniobra, lo que no resulta tan claro es que se produzca un aumento significativo en los ingresos de explotación como confirman dos hechos[8]. Por un lado, el incremento de los ingresos operativos se extiende más allá del primer año, mientras que la reducción del activo circulante sólo es posible en el primer ejercicio posterior al LBO. En segundo lugar, el cambio medio en el activo a corto plazo representa un porcentaje muy pequeño de los recursos generados por la explotación (aproximadamente un 1%). Luego, no hay evidencia de que la reducción del fondo de rotación sea un factor de decisiva importancia en el crecimiento de los ingresos de explotación, aunque no por ello deje de ser significativo.

7 A este respecto pueden consultarse los trabajos de Lehn, K. y Poulsen, A. (1989): «Free cash flow and stockholder gains in going private transactions». *The Journal of Finance*. Vol. 44, nº 3, julio, pp. 771-787 y de Kaplan, S. (1988): «Management buyouts: evidence on taxes as a source of value». *The Journal of Finance*. Vol. 44, nº 3, julio, pp. 611-632.

8 Smith, A. J. (1990): «Corporate ownership structure and performance. The case of management buyouts». *Journal of Financial Economics*. 27, pp. 143-164.

Otras mejoras en la eficiencia se plasman en la reducción de los costes de agencia. Así, por ejemplo, con cierta frecuencia se presentan problemas de inversión subóptima de los recursos en empresas que generan abundantes fondos y disponen de escasas oportunidades de crecimiento. En estos casos hay que encontrar la fórmula para motivar a los directivos de modo que distribuyan estos fondos a los accionistas en lugar de invertirlos en proyectos con una tasa de rentabilidad inferior al coste de capital o malgastarlos en actuaciones ineficientes. El conflicto de intereses que origina el empleo subóptimo de recursos no existe en las organizaciones que han experimentado un LBO, ya que, en estos casos, una parte considerable de los accionistas coincide con los directivos.

Estas mejoras en la eficiencia de la gerencia pueden venir favorecidas por otras circunstancias. Por ejemplo, debido al elevado grado de endeudamiento que alcanza la empresa tras un LBO, los grandes pagos de deuda (intereses y principal) fuerzan a los directivos no sólo a generar disponibilidades líquidas, sino que también les previenen de una mala utilización de las mismas. En consecuencia, el compromiso en el pago de la deuda contribuye a reducir los gastos discrecionales.

4. INFLUENCIA SOBRE LOS TITULARES DE DEUDA

De todo lo dicho anteriormente se desprende el importante papel desempeñado por la deuda en la creación de nuevas oportunidades para la empresa y, por consiguiente, resulta lógico dedicar un apartado al efecto que el LBO produce sobre los titulares de la deuda.

En una transacción de estas características surge la necesidad de pedir prestadas fuertes cantidades de dinero; esto explica la radical transformación que experimenta la estructura financiera de la empresa, reflejada en el significativo aumento del ratio de endeudamiento. Kaplan[9] estima como ratio medio de endeudamiento posterior al *buyout* un 88,4% frente a un ratio anterior del 18,8%. Este incremento de la deuda hace pensar que debe tratarse de negocios con bajo riesgo, pues de lo contrario, en un contexto inestable en que el proceso de generación de fondos está sujeto a importantes fluctuaciones, las empresas no podrían endeudarse a esos niveles y tener la certeza de hacer frente a los pagos regularmente. En consecuencia, y como ya dijimos anteriormente, deben ser empresas con escasas posibilidades de crecimiento y elevados flujos de caja.

Dada la gran magnitud de estos capitales ajenos, el reembolso del principal más el pago de intereses debe ser la actividad central de los directivos, con objeto de poder explotar al máximo el potencial de la empresa[10].

9 Kaplan, S. (1988): «Management buyouts...», *ob. cit.*

10 Ya quedó explicado en el apartado anterior cómo el servicio de la deuda dificulta posibles utilizaciones ineficientes o subóptimas de los fondos generados.

Un incumplimiento de los compromisos financieros y el intento, por parte de la banca y de los obligacionistas, de renegociar la deuda puede costarles su independencia y, posiblemente, su trabajo. En cualquier caso verán comprometida en favor de los acreedores su autonomía a la hora de tomar decisiones.

Cabe mencionar también, acorde con este planteamiento, el papel que juegan los beneficios fiscales como fuente de ganancias. El origen de estas ganancias hay que buscarlo en el carácter deducible que tiene el pago de intereses en el impuesto sobre sociedades. Así, es habitual que, tras un *buyout,* los dos primeros años se paguen pocos impuestos, pues los gastos financieros originados por los intereses son elevados; sin embargo, a partir del tercer año las deducciones por este concepto disminuyen como consecuencia de la amortización progresiva del principal de la deuda. Otra causa que explica la disminución de la base imponible que se produce en un LBO es la revalorización contable de los activos, hecho que provoca un incremento en las deducciones por amortización de dichos activos.

Para la Hacienda Pública estas deducciones no suponen una menor recaudación, pues aparecen otras fuentes de ingresos. En este sentido los antiguos accionistas que vendieron sus títulos deberán tributar por los incrementos patrimoniales que surgieron. También hay que considerar y añadir en la cuenta de Hacienda el aumento de las obligaciones tributarias de los prestamistas por los intereses recibidos y la tributación por las ganancias de capital originadas por la venta de activos tras el *buyout.*

Aunque anteriormente hemos señalado un fuerte crecimiento del endeudamiento existen factores atenuantes de dicho incremento, como puede ser la inflación. Su influencia radica en la sustancial reducción de las obligaciones reales cuando los intereses no están sujetos a ningún índice y se pagan siempre sobre el principal contratado inicialmente, lo que conduce a que, después de varios años de inflación, la empresa opere claramente por debajo de sus posibilidades de endeudamiento[11] (Shleifer y Vishny, 1988).

Hasta ahora hemos hecho referencia a la deuda en términos generales, englobando dentro de este término todos los recursos financieros procedentes de terceras personas no propietarias de la empresa. Sin embargo, existen diversas categorías de la misma en función del nivel de riesgo que implican y el rendimiento que reportan. En primer lugar, podemos distinguir entre deuda principal y deuda subordinada, siendo la diferencia fundamental entre ambas el compromiso en el pago de intereses.

Mientras que los poseedores de deuda principal reciben periódicamente dicho pago, en el caso de la deuda subordinada los prestamistas sólo recibirán intereses si la empresa obtiene beneficios en ese ejercicio económico (son los denominados *bonos basura* o bonos de alto rendimiento). Esto hace que el último tipo de deuda sea más arriesgado que la deuda principal, proporcionando, lógicamente, mayor rentabilidad. No obstante, los poseedores de deuda subordinada pueden diversificar su riesgo invirtiendo

en todas las fuentes financieras del LBO en cuestión, es decir, utilizando las denominadas *franjas verticales de financiación*. Consisten en la suscripción por parte de cada inversor de las diferentes categorías de títulos de deuda y no sólo una de ellas[12].

Analizadas las principales clases de deuda en un LBO abordamos ahora la determinación de quiénes son las personas o instituciones que se convierten en titulares de la misma, destancando, entre ellas, dos grandes grupos: los bancos y los obligacionistas.

Dentro de los primeros destaca el papel jugado por el banco de inversión que, además de aportar fondos, interviene como coordinador de toda la operación: analiza los términos del acuerdo, negocia con compradores y vendedores, organiza la financiación y ejerce una severa supervisión sobre las acciones de los directivos.

Por lo que se refiere a los obligacionistas se ha demostrado que, en líneas generales, experimentan una pérdida de riqueza, aunque esta afirmación no se puede generalizar sin tener en cuenta la existencia de distintos convenios de protección[13]. Estos convenios son acuerdos que, en beneficio de los obligacionistas, tienden a limitar la posible discrecionalidad de los directivos; entre los cuales vamos a señalar los siguientes: limitaciones a la emisión de nueva deuda preferente sobre la antigua que pudiera perjudicar el equilibrio financiero de la empresa, restricciones al reparto de dividendos y, finalmente, cierto control sobre las actividades de fusión que puedan reducir el valor neto de la empresa, con la consiguiente repercusión sobre la capacidad de la misma para reembolsar los fondos prestados.

Si los obligacionistas se encuentran protegidos por todas las cláusulas señaladas anteriormente hablaremos de protección fuerte y, si falta alguna de ellas, el convenio de protección será débil. El trabajo empírico al que nos hemos referido revela que, en el primero de los casos, los obligacionistas no sólo resultan perjudicados, sino que tras el LBO el valor de sus títulos se incrementa. Por el contrario, los obligacionistas con acuerdos de protección débiles ven habitualmente disminuido el valor de sus títulos. De cualquier forma, la pérdida que experimentan estos últimos no es suficientemente importante como para compensar por sí sola los considerables incrementos en la riqueza de los accionistas. De hecho, la elevada rentabilidad de las nuevas emisiones de deuda actúa como incentivo de modo que, además de los antiguos obligacionistas, existen personas que se convierten en titulares de deuda atraídos por este motivo.

11 Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1988): «Mergers and acquisitions». University of Chicago Press, Chicago, IL, pp. 87-102.

12 Si bien la deuda principal, tal y como ha sido expuesta, parece estar formada por títulos muy similares unos a otros, no resulta así en la realidad. Se da una diversidad de opciones que no es exclusiva de los LBO como es la posibilidad de asegurar o avalar la deuda originando los préstamos asegurados o hipotecarios y los préstamos no asegurados.

13 Asquith, P. y Wizman, T. A. (1990): «Event risk, covenants, and bondholder returns in leveraged buyouts». Journal of Financial Economics, nº 27, pp. 195-213.

5. INFLUENCIA SOBRE LOS DIRECTIVOS

Tras un *buyout* se produce un fuerte incremento de la proporción de acciones poseídas por los directivos, modificando notablemente la estructura de propiedad. Dependiendo de cuál fuera su vinculación con la empresa antes del *buyout* hablaremos de diferentes modelos de «compra apalancada». Si se trata del equipo directivo que gestionaba con anterioridad la empresa se hablará de MBO *(management buyout),* mientras que si la compra es realizada por un grupo ajeno a la empresa estaremos ante un MBI *(management buy in).* Esta última figura surge por el hecho de que los prestamistas no están dispuestos a apoyar financieramente a los gerentes que trabajan en empresas pobremente dirigidas y prefieren su relevo. La ventaja fundamental de esta forma organizativa se basa en la confianza de la que disfruta este nuevo equipo directivo entre las instituciones financieras, puesto que suele tratarse de grupos que ya han coordinado operaciones similares y son financieramente más sofisticados, es decir, conocen mejor los mecanismos financieros del mercado. En contraposición a lo anteriormente señalado, y como principal desventaja, hemos de señalar la imprecisión en el conocimiento de la situación particular de la empresa a la que se enfrentan estos nuevos directivos.

En cualquiera de los casos, el peso de la deuda y la supervisión asociada al *buyout,* al tratarse de directivos propietarios de la empresa, reduce los costes de agencia de la compañía. Las mejoras en los incentivos conducen a unas mejoras operativas que incrementarán los ingresos, como ya señalamos anteriormente. Este incremento de los resultados después del *buyout,* medido a través de los recursos generados por la explotación es una consecuencia del cambio en la estructura de propiedad y del incremento de la eficiencia directiva.

Algunos autores han sugerido una explicación alternativa a la realización del MBO: la información privilegiada que poseen los directivos sobre la evolución futura de la empresa y, en concreto, del cash flow operativo[14]. Sin embargo, resulta una posición difícilmente sostenible, pues, si fuese cierto, el incremento de los ingresos se produciría incluso en ausencia de cambios en la propiedad ya que los directivos mantendrían ese conocimiento. Pero, tras un *buyout* fracasado, este incremento no se produce, por lo que no parece muy consistente la hipótesis que considera la asimetría de información como causa de un MBO.

6. CONCLUSIONES

Los *buyout* aparecen como fenómenos organizativos nuevos con el objetivo de mejorar la eficiencia en la gestión de la empresa por parte del

14 Smith, A. J. (1990): «Corporate ownership structure and performance. The case of management buyouts». Journal of Financial Economics, 27, pp. 143-164.

equipo directivo. Dicho equipo adquiere una porción significativa de la propiedad de la empresa, frecuentemente a través de recursos ajenos, de modo que se reducen las relaciones de agencia en el seno de la misma. La nueva estructura organizativa y el elevado grado de endeudamiento representan fuertes incentivos para mejorar la gerencia de la empresa.

Normalmente tras un LBO tiene lugar un notable incremento del valor de los títulos de la empresa, como parece confirmar la abundante evidencia empírica, de forma que uno de los primeros grupos favorecidos es el de los antiguos accionistas. Sin embargo, este aumento de la riqueza de los propietarios de la empresa no corresponde a un flujo de transferencia de valor procedente de los empleados o acreedores como cabría pensar, sino que se debe, más bien, a la posibilidad de mejoras operativas que el mercado percibe de la misma.

Asimismo, los poseedores de deuda ven mejorar su posición, a pesar de que asuman un mayor riesgo, siempre y cuando hayan garantizado sus títulos mediante acuerdos de protección. En caso contrario sufrirán una pérdida patrimonial, aunque no resulte comparable con las ganancias de los otros grupos de la empresa.

BIBLIOGRAFIA

Arruñada, B. (1990): «Economía de la empresa: un enfoque contractual». Ed. Ariel.

Asquith, P. y Wizman, T. A. (1990): «Event risk, covenants, and bondholder returns in leveraged buyouts». *Journal of Financial Economics*, nº 27, pp. 195-213.

Denis, D. J. (1992): «Corporate investment decisions and corporate control: evidence from going private transactions». Financial Management. Vol. 21, nº 3, otoño, pág. 80-94.

Gordon, L. y Pound, J. (1990): «ESOPs and corporate control». *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 525-555.

Jensen, M. C. (1990): «Las ofertas públicas de compra: la senda hacia la eficacia de las grandes sociedades». *Harvard-Deusto Business Review*, nº 43, 3.er trimestre, pp. 71-92.

Jensen, M. C. y Meckling, W. (1976): «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

Kaplan, S. (1988): «Management buyouts: evidence on taxes as a source of value». *The Journal of Finance*. Vol. 44, nº 3, julio, pp. 611-632.

Kaplan, S. (1989): «The effects of management buyouts on operating performance and value». *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 217-254.

Kaplan, S. N. y Stein, J. C. (1990): «How risky is the debt in highly leveraged transactions?». *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 215-245.

Kiechel, W. (1988): «Corporate strategy for the 1990s». *Fortune*. 29 de julio.

Lehn, K. y Poulsen, A. (1989): «Free cash flow and stockholder gains in going private transactions». *The Journal of Finance*. Vol. 44, nº 3, julio, pp. 771-787.

Lichtenberg, F. R. y Siegel, D. (1990): «The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior». *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 168-193.

Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (1990): «La estructura financiera del leveraged buy-out». *Análisis financiero* nº 51, julio, pp. 21-46.

McWilliams, V. B. (1990): «Managerial share ownership and the stock price effects of antitakeover amendment proposals». *The Journal of Finance*. Vol. 45, nº 5, diciembre, pp. 1.627-1.639.

Miller, M. H. (1988): «The Modigliani-MIller propositions after thirty years». *Journal of Economics Perspectives*. Vol 2, nº 4, pp. 99-120.

Muscarella, C. J. y Vetsuypens, M. R. (1990): «Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs». *The Journal of Finance*. Vol. 45, nº 5, diciembre, pp. 1.389-1.413.

Palepu, K. G. (1990): «Consequences of leveraged buyouts». *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 247-262.

Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1988): «Mergers and acquisitions». University of Chicago Press, Chicago, IL, pp. 87-102.

Smith, A. J. (1990): «Corporate ownership structure and performance. The case of management buyouts», *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 143-164.