



UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS

**Private Equity, LBOs y Modelos Emergente:
El Buyout Minoritario**

Clave académica: 201311395

Coordinadora de TFG: Marta Ramos

Madrid
Abril 2018

Private Equity, LBOs y Modelos Emergente: El Buyout Minoritario

201311395*

Abril 2018

Abstracto

Este trabajo presenta los arcanos del *Private Equity* apoyándose en un nivel de detalle nunca agrupado antes dentro de una sola obra. Gracias a una plétora de literatura y un pensamiento crítico profundo, se intentó poner en evidencia los mayores límites de un modelo tradicional del sector, el *Leveraged Buyout*. Dichos límites se caracterizan por el impacto negativo de un sobreuso de deuda sobre las compañías en un mercado aún frágil y una lastimosa tendencia a privatizar demasiado. Reduciendo el tamaño de sus inversiones, los fondos pueden seguir actuando durante periodos de recesión y reducir tanto el riesgo sistemático como el riesgo idiosincrático que incurren. No obstante, alcanzar un nivel de retorno satisfactorio aparece más complejo y la creación de valor requiere un enfoque más fuerte en la transformación de las operaciones de la compañía. Finalmente, se observa que un modelo atípico se desprende dentro de un entorno que vuelve a favorecer el libre acceso de la deuda: el *Buyout* minoritario. Aunque es novedoso y prometedor, este modelo necesita una atención particular por parte del mundo científico y del mundo profesional para generar los beneficios esperados sobre la economía.

Palabras claves: Private Equity, Leveraged Buyout, Buyout Minoritario, LBO

*Me gustaría agradecer a la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Pontificia Comillas por darme la posibilidad de realizar este trabajo. Comentarios constructivos han sido aportados por Pedro Azagra Blazquez, Sebastián Cerezo Montañez, Juan Rodriguez Calvo, Charles Thoma y muchos profesionales de la Asociación Francesa de Inversores en Capital (AFIC). Todos los errores son míos. E-mail: 201311395@alu.comillas.edu

Private Equity, LBOs and Emerging Models: The Minority Buyout

201311395*

April 2018

Abstract

This paper depicts Private Equity's intricacies proposing a level of details never reached before in a single work. Thanks to a plethora of literature and a thorough critical thinking, it has been tried to shed a light on the main limits of a traditional model used in the sector, the Leveraged Buyout. Those restrictions can be summarized as the negative impact a too intensive use of leverage can have on companies in a weak economy in the midst of privatization. Decreasing the size of their investments, funds can still be active during recessions and protect themselves from outstanding idiosyncratic and systemic risks. Nevertheless, attaining a satisfying level of return appears to be highly complex and value creation requires a deeper focus on operational transformations within companies. Finally, it can be observed that a non-standard model has emerged in an economic environment which eases the access to debt: the minority buyout. Besides, tracking back to the macroeconomic level, it can be inferred that this type of buyout stunts the economic slowdowns during crises' aftermath by easing the constant burden credit represents for traditional banks. Although pioneering, this model needs special attention from the scientific community and professionals working in the industry to understand all its finesse and make the most of it.

Keywords: Private Equity, Leveraged Buyout, Minority Buyout, LBO

*I am thankful to the Economic Sciences Faculty of Pontificia Comillas University for granting me the opportunity to carry out this paper. Constructive and meaningful comments and feedback have been provided by Pedro Azagra Blazquez, Sebastián Cerezo Montañez, Juan Rodriguez Calvo, Charles Thoma and a number of dedicated professionals of the French Association of Capital Investors (AFIC). All the remaining mistakes and omissions are my own. E-mail: 201311395@alu.comillas.edu

Índice

1. Introducción	5
2. Evolución de los modelos de inversión: Private Equity, Originalidad y Desmesura	8
3. Private Equity: Desmitificación del modelo operativo	11
3.1. <i>El tercer canal de financiación de las empresas</i>	11
3.2. <i>Un método de retribución singular</i>	11
3.3. <i>Ciclo de vida de la empresa y estrategias de Private Equity</i>	12
3.4. <i>Los diferentes mercados de Private Equity</i>	13
3.5. <i>Proceso de inversión de un fondo</i>	15
4. Leveraged Buyouts: Orígenes, Mecanismo y Límites	18
4.1. <i>Las estrategias buyout</i>	18
4.2. <i>Candidatos para un LBO</i>	19
4.3. <i>Tipos de LBO</i>	20
4.4. <i>Mecanismo LBO detallado</i>	23
4.4.1. <i>Estructura de la transacción y obligaciones contractuales</i>	23
4.4.2. <i>In-house vs Equipos externos</i>	24
4.4.3. <i>Ingeniería Financiera</i>	25
4.4.4. <i>Ingeniería Operacional</i>	26
4.4.5. <i>Ingeniería de Gobernanza</i>	27
4.5. <i>Estrategias de salida</i>	28
4.6. <i>Medición del desempeño e Impacto sobre el fondo</i>	30
4.7. <i>Límites del modelo LBO</i>	32
5. El modelo Buyout Minoritario: El príncipe azul	34
5.1. <i>Ventajas y Defectos para el vendedor</i>	36
5.2. <i>Ventajas y Defectos para el fondo</i>	37
5.3. <i>Covenants específicos del modelo</i>	38
5.4. <i>Requisitos para una buena inversión</i>	39
5.5. <i>Métodos de creación de valor</i>	40
5.6. <i>Salidas posibles</i>	44
5.7. <i>Desempeño</i>	45
5.8. <i>Límites del modelo</i>	46
5.9. <i>Sobre el Buyout Minoritario</i>	47

6. Conclusión	49
Referencias	51
Anexos	56
Anexo 1: Tablas, Gráficos y Organigramas	56
Anexo 2: Covenants	59

1. Introducción

“El estudio de una compañía no consiste en el estudio de un cadáver. No es solo una autopsia. Es el estudio de cosas y relaciones. [...] Es el estudio del trabajo de hombres y mujeres, de sus esperanzas y aspiraciones. El estudio de las herramientas y métodos que eligieron y construyeron. Es el estudio de las concepciones y creaciones – imaginaciones – esperanzas y desilusiones.” (G.

Doriot, padre fundador del *Private Equity*, citado por Finkel, 2010)

Durante décadas, el *Private Equity* ha alimentado los mayores escándalos financieros en Estados Unidos y también en otras regiones del mundo. Aunque se trate de un modelo original de inversión, su desmesura ha sido cuestionada en numerosas ocasiones. En este contexto, se entrará en los arcanos de esta industria para constatar cuáles son sus singularidades en la manera de crear valor y como contribuyó a toda una economía en la escalada del apalancamiento. Además, se diseccionarán los mecanismos fundamentales de un modelo tradicional del sector, el *Leveraged Buyout* (LBO), que como se podrá constatar, contribuyó a la remodelación de todo un sistema hasta ver emerger nuevas tendencias de inversión. Finalmente, se estudiará la respuesta aportada por estos nuevos comportamientos en el *Private Equity* desde un ángulo nunca abordado antes en la literatura científica: El *Buyout* minoritario.

El objetivo de este estudio consiste en subrayar la necesidad de crear modelos alternativos de inversión para el mundo del *Private Equity*. Estos modelos serían más responsables en su manera de considerar el uso de la deuda y resultarían menos agresivos para las compañías adquiridas. Se constata que proponer soluciones emergentes como el *Buyout* minoritario puede ser algo beneficioso tanto para el sector como para la economía. Permitiría aprender de los errores del pasado y evitar cometerlos de nuevo además de ofrecer una solución viable a los fondos durante periodos económicos difíciles. Así, grandes fracasos financieros que ya ha conocido el mundo podrían ser de

menor tamaño y las consecuencias sobre los inversores finales (LPs¹) aminoradas. Para llevar a cabo dichas conclusiones, se hará uso de mucha literatura que permita al estudio mostrar algo completo que pretende cubrir todos los aspectos del modelo LBO. Tras haber leído tantos trabajos e informes, ha llamado la atención primero, la falta de trabajos sobre el modelo LBO en general. En efecto, todas o casi todas las realizaciones se enfocan en un aspecto específico del modelo mientras ninguna lo define dentro de su contexto. En segundo lugar, se pretenderá contribuir al desarrollo del conocimiento científico enfocando el trabajo sobre el tema del *Buyout* minoritario. Dado el lado privado de las transacciones y la novedad que representa este modelo, no es nada fácil conseguir datos numéricos sobre ello y tampoco es tarea simple encontrar *papers* científicos que lo abordan. Por eso, se empleará un espíritu crítico y recientes artículos publicados por empresas de renombre junto a entrevistas con profesionales del sector para explicitar las especificidades del *Buyout* minoritario. Se espera introducir este tema importante de las estrategias de inversión minoritarias en el *Private Equity* a la comunidad científica y ser en la vanguardia para que otros reflexionen e investiguen con detalle el tema en el futuro. Finalmente, se pretende, gracias al entendimiento del mundo del *Private Equity* contestar a la pregunta siguiente: “¿*Que permite al modelo de Buyout minoritario diferenciarse del modelo LBO y en que podría contribuir a una estabilidad económica más grande en el futuro?*”. Se partirá de las hipótesis basadas en el modelo *Buyout* minoritario para demostrar que los modelos emergentes son una solución viable a la devaluación de los modelos tradicionales.

Las posibles deficiencias del estudio podrían ser 1) la falta de datos numéricos, complicados de obtener de manera gratuita con transacciones privadas, 2) la falta de objetividad en cuanto a las hipótesis formuladas mientras se intentó ser lo más objetivo posible en la realización de este trabajo, 3) una cierta limitación en cuanto a la cantidad y a la información proporcionada sobre el modelo de *Buyout* minoritario que no permite cubrir todos los aspectos de dicha estrategia y por último, 4) el lado pionero de este modelo que apareció en

¹ LPs: *Limited Partners*, personas que invierten en los fondos de *Private Equity*

los años post crisis de 2007 y que no da mucha perspectiva sobre la viabilidad de este modelo emergente a largo plazo. Por eso, el trabajo ha sido basado en una reflexión personal profunda más que en análisis econométricos o casos reales de empresas.

El resto del trabajo está organizado como sigue: Sección 2 sitúa el *Private Equity* en su contexto histórico, sección 3 ofrece una revisión de la literatura y provee un nivel de detalle nunca igualado en la definición de lo que es el *Private Equity*, sección 4 se dedica a la disección del modelo LBO, sección 5 introduce la metodología empleada y analiza un modelo emergente: el *Buyout* minoritario cuando la sección 6 concluye sucintamente la obra.

2. Evolución de los modelos de inversión: Private Equity, Originalidad y Desmesura

A lo largo de los siglos, el mundo financiero conoció revoluciones tanto en su forma de considerar la gestión del capital como en su manera de crear valor. Hoy en día, existe una plétora de soluciones para reunir actores con necesidades y actores con posibilidades de financiación: mercados de capitales, inversiones privadas, alternativas (*hedge funds*), inmobiliarias u otras más pioneras como las criptomonedas. Todas responden a diferentes perfiles de inversores y se adaptan a las expectativas temporales (durante cuánto tiempo está disponible mi capital), cuantitativas (de cuánto capital dispongo) y económicas (cuánto valor necesito crear) de dichos individuos. Estas oportunidades tremendas de colocar su dinero en varios instrumentos han sido perpetuamente más reguladas y el mundo actual impide que todo el mundo pueda invertir en todos estos medios.

Se puede catalogar el abanico de productos financieros en dos grandes bloques: la inversión pública y la inversión privada. Por un lado, la inversión pública es en la que encontramos a los mercados altamente regulados (mercados de capitales, grandes bolsas nacionales e internacionales). Por otro lado, la inversión privada, que agrupa a muchas categorías diferentes desde el *Private Equity* (PE) que abarca muchas estrategias hasta la inmobiliaria (*Real Estate* “RE”). Las posibilidades de inversión privadas son las que nos interesan dentro de este estudio y nos enfocaremos en el mundo del *Private Equity*, con una atención particular a las estrategias de *Leveraged Buyout* (LBO).

Private Equity, en su definición inicial, se refiere a todas las transacciones donde el capital ha sido recaudado por fuentes privadas y tiene como destino final el mercado privado (Ladapo Lawale, 2010). Desde 1980, el PE está en auge pasando de \$5 000 Millones hasta \$150 000 Millones en 1996 y representa actualmente más de \$4 Billones con expectativas de \$4,66 Billones en el horizonte 2020 (Deloitte, 2015). El interés creciente en esta “nueva escuela de inversión” se puede explicar con dos factores. Primero, el papel cada vez mayor de los fondos de PE que remplazaron a los bancos tradicionales en los inicios de

1900 en EE.UU. proveyendo una gestión activa² a las compañías privadas (Lerner, 1997). Además, aunque genera debate dentro de la comunidad científica (Bernstein et al. 2009), los fondos de PE suelen ofrecer una rentabilidad mayor comparado con los mercados públicos. Esta evolución en los comportamientos de los inversores se desarrolla en cuatro oleadas (Moszoro y Kosciellecka, 2013), cada una caracterizada por periodos económicos atípicos y tendencias evolutivas en las maneras de alocar el dinero.

En sus comienzos, en 1980, la primera oleada se distingue tras pasar de un modelo basado en el monopolio del capital por familias ricas (Rockefeller, Carnegie, Vanderbilt, Rothschild...) hasta un modelo que se apoya en holdings de inversión (p.e. Berkshire Hathaway) y la aparición de “*megadeals*” (definidos como transacciones con un valor superior al \$300 Millones). En esta época, el acceso al crédito era muy fácil y las transacciones beneficiaban de los “*junk bonds*” para estructurarse con un alto grado de apalancamiento³. Esta primera revolución en el mundo del PE se acabó en 1988 con el escándalo entre el fondo Kohlberg Kravis Roberts & Co. “KKR” y la transacción RJR Nabisco.

Posteriormente, en 1992, aparece la segunda oleada donde los primeros fondos de *Private Equity* como los conocemos hoy se fundaron (The Blackstone Group, Carlyle, Thomas H. Lee)⁴. Esta nueva tendencia resulta durante recuperación postcrisis del 1990, principalmente causada por el colapso del mercado inmobiliario y la crisis de los préstamos hipotecarios. Después de haber disfrutado de casi una década de euforia en el mercado de deuda y también en el mercado de capitales con la aparición de las primeras “*Bigtech*”, esta oleada se detendría inmediatamente con la explosión de la burbuja *dotcom* en 2001.

Aunque parecida con la segunda (Wang, 2008), de la tercera oleada que tuvo lugar entre 2003 y 2007 se desprende un periodo de bajos tipos de interés y de cambios regulatorios (p.e. Sarbanes Oxley) que da lugar a una época de privatización intensiva dados los costes tremendos de ser público (p.e. Enron).

² La gestión activa se opone a una gestión pasiva estando involucrado en la gestión diaria de la compañía y contribuyendo a las mejoras de dicha empresa

³ Apalancamiento: utilizar deuda en una financiación

⁴ Aunque estas firmas se crearon antes del año 1992, alcanzaron un prestigio mundial y una reputación en las transacciones LBO en esta época

Visto en la exitosa salida a bolsa de Blackstone en 2007 y el tamaño gigantesco de los inversores institucionales hasta que comenzó una crisis sin precedentes en la historia con los *subprimes*. La tercera oleada demostró los límites de un sistema capitalista y los peligros de un apalancamiento desproporcionado.

Para finalizar, desde los años 2013, constatamos indicios de una nueva oleada con el aumento de las privatizaciones, costes de deuda y tipos de interés muy reducidos que favorecen las LBOs y la reaparición de los “*megadeals*” (Ver Gráfico 1 y Tabla 1 en el anexo 1).

3. Private Equity: Desmitificación del modelo operativo

3.1. El tercer canal de financiación de las empresas

Como vimos en el capítulo anterior, el campo de juego favorito del PE son las empresas y los mercados privados. Este aspecto privado de las transacciones permite a los fondos beneficiarse de una regulación reducida y una flexibilidad más grande en su zona de actuación. Para las compañías, el PE constituye un tercer canal de financiación aparte de los bancos y de los mercados financieros (Massut, 2013). Los fondos suelen estructurarse como un *Partnership* privado, tienen una existencia legal separada de la empresa de capital riesgo, tienen una estrategia de inversión contractualmente definida y hacen intervenir a dos actores claves: LPs y GPs. El capital de estos fondos se recauda gracias al capital privado, aportado por inversores autorizados, los *Limited Partners* (LPs). Se consideran autorizados y por ello los LPs son potenciales individuos que disponen de más de \$1 Millón en activos, excluyendo residencia principal y bienes de consumo (Kauffmann, 2007), denominados *High Net Worth Individuals* (HNWI), los fondos de pensiones, los fondos de dotación, los *family offices* (FO), los fondos de fondos (FoF) y las compañías de seguros. Al fin y al cabo, los *General Partners* (GPs) acometen entre 1 y 5% del tamaño del fondo y supervisan dicho capital con la misión de elegir empresas donde una inyección de dinero puede transformarse en una rentabilidad jugosa (ver organigrama 1 en el anexo 1).

3.2. Un método de retribución singular

Los servicios proporcionados por los GPs tienen como contrapartida comisiones de gestión anuales entre el 1 y 2% del capital recaudado. A lo largo de la vida del fondo, después de la fase de inversión, los GPs proveen consejos, capacidades y capital a las empresas con las que actúan durante un tiempo delimitado, el *Holding Period* (HP), que suele durar entre 5 y 7 años. Llegando a

su fin el HP⁵, los GPs toman la decisión de salir de la compañía, recuperando el capital invertido con potenciales ganancias o pérdidas. Dicho capital regresa a sus inversores iniciales (LPs y GPs) con un esquema particular, el *Waterfall*, que se establece de la manera siguiente: cada uno recupera su inversión original más el retorno contractualmente predeterminado, el *Hurdle Rate*. Si queda capital adicional por distribuir, los GPs reciben entre el 15% y el 20% de este importe, denominado *Carried Interest* y los LPs el resto, proporcionalmente al peso de sus inversiones iniciales⁶.

3.3. Ciclo de vida de la empresa y estrategias de Private Equity

Término generalista, *Private Equity* puede referirse a todas las transacciones donde el capital ha sido recaudado en mercados privados y se destina a inversiones privadas. En este apartado, se va a aportar un matiz a esta definición y describir las estrategias posibles que existen dentro del PE.

Antes que nada, hay que poner de relieve una información clave para entender lo que es realmente el *Private Equity*. El PE se caracteriza por su alineamiento con el ciclo de vida de las empresas. Como lo dijo Raymond Vernon en su Teoría del Ciclo de Vida de los Productos (1966) “*Companies behave like human beings, with a life cycle: birth, growth, maturity and decline*”⁷. En PE, la concepción se refiere a lo que llamamos “*Love Money Stage*” que consiste en las inversiones de la familia, los amigos y los locos (FFF). Más tarde viene el nacimiento, que calificamos de *Venture Capital* (VC) donde suelen invertir los *Business Angels*, fondos de capital semilla, fondos de *Early Stage* (los primeros meses o años de la empresa) hasta *Late Stage* (antes que se convierta en una empresa estable). Sigue después la fase de crecimiento, expansión e internacionalización, donde encontramos a fondos de *Growth Capital*,

⁵ Mientras el *Holdings Period* dura entre 5 y 7 años, el fondo tiene una vida cercana a los 10-12 años para permitir la salida de la inversión y la retribución de sus LPs

⁶ La regla de oro del *Private Equity*, el 2/20 consiste en ofrecer comisiones de gestión del 2% y un *Carried Interest* del 20%. No obstante, algunas tendencias emergentes surgieron de que este modelo es obsoleto e intentan proponer nuevos modelos más atractivos para los LPs que pagan menos comisiones y reciben más capital en retorno (p.e. 1/15 o 0/30)

⁷ Las compañías actúan como los seres humanos, con un ciclo de vida: nacimiento, crecimiento, madurez y declive

caracterizados por tomar solo posiciones de inversión minoristas. Una vez alcanzada su madurez, la empresa atrae a los inversores más conocidos dentro del PE, objetos de nuestro estudio, los fondos de PE tipo *Buyout*. Concluyendo este punto, cuando la empresa se acerca de manera peligrosa a su muerte, llegan fondos de la última oportunidad, denominados “*Turnaround*” o “*Distressed*” *Private Equity Funds* (ver Tabla 2 en el anexo 1).

Todas estas estrategias, aunque muy bien definidas, pueden dar lugar a excepciones que necesitamos aclarar. Con la necesidad de solucionar los problemas que suelen surgir con un acceso difícil a la deuda o un periodo económico desfavorable, este astuto sector ha creado estrategias paralelas de inversión para conseguir sus objetivos de rentabilidad. Por ejemplo, hoy en día, podemos ver a fondos de PE invirtiendo en compañías públicas. Suelen responder a dos estrategias distintas. Por un lado, las transacciones PtP (*Public-to-Private*) que consisten en invertir en una compañía cotizada para convertirla en una entidad privada y, por otro lado, los *PIPES*⁸ que no tienen como objetivo final una privatización.

3.4. Los diferentes mercados de Private Equity

La necesidad de segregar el mercado del PE con criterios objetivos surge cuando constatamos la cantidad dantesca de fondos en el mercado y todas las estrategias existentes como expuesto en el párrafo anterior. Se pueden separar los fondos con dos criterios fundamentales: tamaño y geografía (ver Tabla 3 en el anexo 1).

Los fondos que invierten menos de \$1 Millón se pueden ordenar dentro de la categoría mercado micro mientras que los fondos que invierten entre \$1 Millón y \$50 Millones estarían en el mercado pequeño (*small market*). Además, tenemos a los fondos de “*mid-market*” que invierten entre \$50 Millones y \$150 Millones, los fondos largos que dedican entre \$150 Millones y \$300 Millones por

⁸ PIPE: Private Investment in Public Equities: traducido como Inversión privada en acciones cotizadas

transacción y los “megafondos” que se caracterizan por inversiones superiores a \$300 Millones.

Por otro lado, la industria del PE se caracteriza por una evolución rápida que supo expandirse a un nivel global en menos de 20 años (a partir de la tercera oleada). Aunque el mercado histórico de dichas transacciones era y sigue siendo los Estados Unidos, observamos el poder creciente de Europa del Oeste, liderada por el Reino Unido donde las transacciones se acercan más y más al modelo americano. Así, podemos destacar cuatro grandes mercados:

- Estados Unidos, el mercado original donde espíritu emprendedor y cuencas de innovación (Silicon Valley) permiten atraer a la mayoría de los fondos de Venture Capital (VC). Además, EE.UU. se diferencia de los otros mercados gracias a la presencia histórica del PE en su mercado: grandes fondos con una reputación indiscutible y firmas con más de 40 años de experiencia en el sector atraen a inversores en búsqueda de personas y empresas con “*track record*” (experiencia demostrada). Así, los incentivos fiscales tanto antiguos como entrantes con las políticas de Donald Trump favorecen a la creación de empresas y de esta manera diversifican las oportunidades de inversión para los PE.
- Unión Europea, tradicionalmente más tímida, cuenta ahora con países que fomentan la innovación y el emprendimiento (Alemania, Francia, países Nórdicos), una población envejecida con CEOs que desea jubilarse y el deseo de muchas compañías de especializarse llevando a cabo ventas de las divisiones menos rentables.
- Asia, un mercado emergente que disfruta de una economía y países de alto crecimiento, un deseo fuerte de consolidar las industrias y el desarrollo de una clase socioeconómica de poder adquisitivo medio alto. Aunque muy prometedor, este mercado presenta algunos límites para la inversión extranjera. En efecto, sobre todo en China y Japón, es muy difícil, sino imposible, adquirir una empresa sin crear un acuerdo con un patrocinador local o tener nacionalidad del país⁹.

⁹ Comentario aportado por Pedro Azagra Blázquez, profesor de M&A Curso 2017-2018 itinerario finanzas bilingüe en ICADE y director M&A Iberdrola

- Finalmente, Sudamérica y América Central, donde tenemos a dos países motores: Brasil y México. Esta región está ahora mismo llena de oportunidades de inversión, sobre todo para inversores españoles o portugueses que tienen la ventaja del idioma. Este mercado ha crecido mucho en los últimos cinco años y constatamos mucha demanda por parte de los LPs y GPs en invertir allí.

3.5. Proceso de inversión de un fondo

Con el deseo de satisfacer a los LPs y entonces justificar las comisiones obtenidas, los PE se apoyan en un método meticuloso característico de esta industria. Una vez conseguidos los fondos, el compromiso de un buen GP consiste en descubrir buenas oportunidades de inversión que encajan con la estrategia preestablecida del fondo. Por ejemplo, un fondo que decide según estrategia invertir solo en compañías de la industria aeronáutica no podría alocar dinero en una empresa de la industria alimenticia porque 1) puede que no tenga la experiencia específica requerida por este sector y 2) no encaja con lo que han firmado los LPs.

Dichos criterios pueden ser de varios tipos. Obviamente, los más sencillos son el sector y la geografía. En un mundo globalizado, los fondos suelen especializarse en varias industrias (o todas, denominados “sector agnóstico”) y en varias localidades, cuanto más pequeño un fondo, más especializado¹⁰. Además de especializarse con lo previamente definido, un fondo puede afinar su método de búsqueda con otras exigencias.

Primero, el tipo de transacción; existen fondos que solo invierten en posiciones mayoritarias, otros solo en minoritarias, otros en deuda y muchos tienen estrategias híbridas. Segundo, el tamaño de inversión que corre pajas con el tamaño del fondo. Cada fondo tiene un “presupuesto” fijo de dinero que puede dedicar a una sola compañía a lo largo del *Holding Period* y tiene claro antes de empezar a invertir su capital cuantas compañías quiere tener en total

¹⁰ Comentario aportado por Charles Thoma, CEO de Cognitive Corporate Finance

en su cartera. Además, algunos fondos, sobre todo en industrias reguladas como la salud o las entidades financieras buscan criterios sobre los productos, equipos de gestión y el potencial de la empresa. Estos criterios pueden ser que la empresa tenga ya un equipo gerencial con alta habilidad y “*track record*”, que tenga una posición líder o actúe en un mercado nicho, que tenga protecciones como patentes, etc.

Para hacer encuadrar los criterios de inversión del fondo con las empresas potenciales, el equipo gestor se apoya en analistas que examinan las oportunidades que entran de manera espontánea o gracias a la red de profesionales de los ejecutivos del fondo. Dicho análisis se realiza con una serie de documentos. Lo más relevante, dado que se trata de evaluar el interés del fondo es el *Teaser* anónimo donde la empresa “en venta” pone una serie de datos claves sin desvelar su identidad. Adicionalmente, si esta empresa logra interesar al fondo, firman un acuerdo de no divulgación para acceder a informaciones detalladas, agrupadas en un “*Data Room*”. Dicho *Data Room* recoge un *Info Memo* (IM), que suele ser una versión ampliada del *Teaser* anónimo y además permite al inversor acceder a todos los documentos útiles para analizar la transacción: documentos legales, contratos de alquiler de los activos, plan de negocio, etc. Todo este procedimiento de análisis meticuloso se llama *Due Diligence* y consiste en asegurarse para el fondo que no existan problemas subyacentes que podrían ocurrir después de la transacción. Para seguir más adelante, se requiere la aprobación del comité de inversión del fondo, entidad de decisión suprema, que se compone de los GPs y expertos internos y/o externos al fondo.

Una vez cumplidos estos pasos que pueden tardar entre un mes y varios meses en la mayoría de los casos, el fondo hace una oferta que puede aceptar o rechazar la empresa y organiza la transacción a nivel financiero. Si todo se lleva a cabo, los dos partidos firman un contrato de cesión y el fondo empieza a ser propietario (parcialmente o totalmente según el porcentaje del capital adquirido) de la empresa.

Finalmente, el fondo entra en un periodo de acción donde pone una serie de acciones en marcha para conseguir su objetivo final de retorno sobre inversión (ver Sección 4.4) y vigila a la empresa de manera regular para asegurarse de su buen funcionamiento. Cuando se acaba el *Holding Period*, el fondo prepara su salida con las estrategias adecuadas (ver Sección 4.5) que pueden ser una salida a bolsa (IPO), una venta a un actor de la industria (*trade sale*), la venta a otro fondo (*secondaries*), la recompra por parte del propietario (*buyback*) o la quiebra si surgen problemas muy importantes (*write-off*).

4. Leveraged Buyouts: Orígenes, Mecanismo y Límites

En esta parte, enfocaremos el análisis en el funcionamiento del modelo LBO, tema central del estudio. A lo largo de estas páginas, descubriremos en que consiste con detalle dicho modelo para poder compararlo a una estrategia emergente: el *Buyout* minoritario.

4.1. Las estrategias buyout

El término *Buyout* designa una estrategia tradicional del *Private Equity* que consiste en comprar una mayoría de las acciones de una compañía para tener influencia. Con una parte dominante de los derechos de voto, el fondo puede gestionar la empresa gracias a la toma de control del *board* de accionistas y así tener impacto sobre la estructura organizacional y la estrategia corporativa (Gill y Visnjic, 2013).

Con el objetivo de maximizar el valor para los accionistas de la empresa (que incluyen al fondo en sí), el PE puede utilizar tanto deuda como *equity* para la financiación. Si la transacción se estructura solo con *equity* (sobre todo para empresas pequeñas que no representan un presupuesto muy alto), hablamos de *Buyout*. Al revés, si la transacción incluye deuda, hablamos de *Leveraged Buyouts* (LBO). A continuación, intentaremos definir con un nivel de detalle nunca agrupado en la literatura actual el mecanismo LBO. Como lo veremos, dispone de seis herramientas para incrementar el valor por acción: el apalancamiento, la reestructuración operacional, la experiencia del equipo de gestión y del inversor, los cambios estratégicos y los incentivos económicos.

Los orígenes del modelo LBO se remontan a los años 1980 y el apogeo del mercado de los bonos *high-yield* (bonos basura). Históricamente, los Estados Unidos han tenido un ratio de apalancamiento más alto que otras geografías como Europa y menos conservatismo en los modelos operativos. Aunque no fue la primera, la transacción que marcó el inicio de décadas de excesos y de la

evolución de la ingeniería financiera a nivel privado es la adquisición de RJR Nabisco por KKR. Uno puede preguntarse porque añadir una cantidad sustancial de deuda en una adquisición es interesante para los inversores. La deuda es un instrumento para aumentar el crecimiento y el valor potencial de las empresas, lo que vamos a analizar en los párrafos siguientes.

4.2. Candidatos para un LBO

Antes que nada, conviene definir los tipos de LBO y candidatos idóneos que existen para después sumergirse en los misterios del mecanismo detrás de dichas operaciones. Estas LBOs suelen realizarse tras la creación de un vehículo holding, independiente del fondo que tiene como destino la adquisición de la empresa, el *HoldCo*. En la mayoría de los casos, la empresa ya alcanzó su madurez y cumple una serie de criterios financieros y de negocio (Loos, 2005).

Encontrar a una compañía potencial para la adquisición LBO reside sobre todo en encontrar a una compañía que todavía no ha usado su potencial de apalancamiento (Strandberg, 2010) y que se encuentra en una posición donde ha demostrado su potencial en el pasado, pero donde siguen posibles las mejoras con una inyección de capital fresco.

Finalmente, según Ljungqvist et al. (2017), los gestores de fondos recientemente creados (con poca experiencia) suelen invertir en empresas atractivas pero que al mismo tiempo conllevan un riesgo más elevado mientras los gestores experimentados prefieren adoptar decisiones de inversión más conservadoras.

	Financieros	Negocio
Criterios	<ul style="list-style-type: none"> • Una viabilidad económica demostrada y la capacidad de mantener por debajo de la media los márgenes 	<ul style="list-style-type: none"> • Equipos de gestión capaces • Productos conocidos, nombre de marca y posición competitiva en el mercado
	<ul style="list-style-type: none"> • Flujos de caja sólidos y predecibles para poder financiar los costes relativos a la adquisición 	<ul style="list-style-type: none"> • Ventaja competitiva en los costes de producción (productor de bajo coste) • Potencial para crecimiento en el futuro
	<ul style="list-style-type: none"> • Activos separables del negocio y disponibles para la venta si es necesario 	<ul style="list-style-type: none"> • No sujeta a cambios cíclicos de rentabilidad • Productos no sujetos a cambios tecnológicos rápidos

Tabla 4: Características de un Candidato LBO idóneo Fuente: KKR, 1989

4.3. Tipos de LBO

Las diferentes operaciones de LBO no tienen muchas diferencias entre ellas en cuanto a la financiación de la transacción y la cantidad de deuda utilizada por el fondo. Difieren sobre todo en la manera de considerar al equipo gestor (de la empresa potencial) establecido.

Cuando nos referimos al término de LBO, lo más típico es que estemos hablando de *Management Buyout* (MBO), que representa más del 50% de las operaciones LBO. Un MBO se distingue por el papel central que juega el equipo de gestión de la empresa adquirida. En efecto, en esta transacción, el propietario de la empresa vende todo o parte de sus acciones a un holding (*NewCo*) creada y financiada por los empleados, el o los fondos de PE interesados y los bancos (Michelmores, 2018) que se fusionará con la empresa potencial. El objetivo detrás de los MBOs tiene que ver con el lado amistoso de la transacción y el deseo por parte de, por ejemplo, un propietario jubilándose de conservar la actividad de su compañía. Cuando llega el tiempo de la jubilación, los fondos de PE apoyados por equipos de gestores que ya conocen a la empresa pueden

proponer una oferta atractiva para no comprometerse a vender su empresa a un competidor. Así, el vendedor puede ofrecer facilidades de pago para los adquirentes como un “*vendor-financing*” que consiste en aplazar el pago al vendedor.

Las ventajas de las MBOs son numerosas: ante todo, los compradores ya son familiares con la empresa y por ello el riesgo de ejecución se ve reducido. La *Due Diligence* aparece más ligera y la operación permite conservar la herencia de la empresa. Al revés, uno de los mayores defectos de dicha estrategia es la baja capacidad financiera del comprador (los empleados) que hace ocurrir que los fondos de PE o bancos ayudándoles no puedan comprarla con una prima. Finalmente, el candidato idóneo de una buena MBO suele ofrecer un equipo de gestión capaz y completo, un vendedor flexible y de acuerdo con la venta de su empresa (lado amistoso) y obviamente, la mayoría de los otros criterios mencionados en el apartado anterior.

El segundo tipo de LBO más popular es el *Secondary Buyout* (SBO). Ha crecido mucho en los últimos años y hoy en día representa alrededor de un tercio de la actividad LBO en el mundo (Wright et al. 2006). En esta estrategia se agrupan todas las operaciones LBO de segunda mano: secundarias cuando un fondo vende a otro fondo por primera vez, terciarias si es por segunda vez, etc. De acuerdo con los estudios (Degeorge et al. 2015), estas transacciones si se hacen pronto en el *Holding Period* suelen tener rendimientos iguales que los otros *Buyouts*. Al contrario, si se realizan en el final del HP, generan retornos negativos y destruyen valor para los LPs. La única ventaja de hacerlo al final del ciclo es para los GPs que pueden ganar más comisiones de gestión.

Podemos preguntarnos como dichas transacciones pueden crear valor y como han surgido. Existen muchos factores que pueden explicar el creciente interés por parte de los inversores en vender a otros fondos. Principal de ellos, las dificultades de salir de un *Buyout* con una salida a bolsa (IPO). Además, podemos mencionar el apetito reducido de las corporaciones en consolidarse sin especializarse (*trade sales*); por último, la necesidad de salir de una inversión cuando el fondo alcanza el final de su ciclo de vida.

Ahora que hemos visto como estas transacciones se convierten en una solución para los fondos vendedores, necesitamos analizar cómo puede atraer a los fondos compradores. Dado que el criterio de rendimiento es un prerrequisito para los fondos, hay que invertir en operaciones que tienen un buen potencial. Por eso, podemos decir que las SBOs con potencial suelen ser las que presentan sinergias entre fondos o que se compran a un precio muy bajo. Dichas complementariedades entre inversores institucionales pueden tomar la forma de estrategias de creación de valor divergentes (p.e. el primer fondo enfocado en crecer en número de ventas mientras el segundo se dedica a mejorar los márgenes), o pueden ser sinergias entre empresas en portfolio (p.e. comprar a través de un SBO para consolidar una empresa que mi fondo ya tiene en cartera). En cuanto a la posibilidad de comprar bajo para un fondo, se puede explicar con el lado urgente de este tipo de transacciones. En efecto, un fondo necesita salir de manera imperativa de su inversión y por eso, está dispuesto a otorgar un descuento para cumplir con sus obligaciones.

Para concluir, hablaremos sucintamente de los otros tipos de LBOs que representan no más de un 20% de las transacciones llevadas a cabo en este sector (Meuleman et al. 2007).

- Un *Management-Buy-In* (MBI) (Robbie et al., 1995) consiste solo en un MBO que involucra un equipo de gestión exterior a la compañía.
- Un *Investor-led-Buyout* (IBO) implica la adquisición de la compañía liderada por el fondo de PE en vez del equipo gestor
- Un *Divisional Buyout* se define como la venta de una división de la empresa (en general una sucursal o un departamento entero) a un equipo de gestión de o bien la matriz, o bien la sucursal. Se podría considerar como una MBO que se enfoca solo en una rama del negocio.
- Finalmente, el *Owner Buyout* (OBO) y las estrategias "*Build up*" consisten en una consolidación de la empresa en cartera adquiriendo otras compañías con una estrategia *Buyout* (Les LBO. [Sin fecha]).

4.4. Mecanismo LBO detallado

4.4.1. *Estructura de la transacción y obligaciones contractuales*

Harrigan et al. se refieren al mecanismo LBO como un “modelo de gestión intervencionista” que reemplazó un “modelo de gestión pasivo” buscando la creación de valor en la utilización agresiva del apalancamiento.

Este apalancamiento en un LBO es muy parecido a comprar una casa utilizando una mezcla de pagos (*Equity*) y una hipoteca (Deuda) – en las dos transacciones, ahorras dinero poniendo una pequeña cantidad en efectivo y prestando el resto (Franzoni et al. 2011). En dicha operación, la compañía adquirida e indirectamente el fondo inversor se benefician de un escudo fiscal porque los intereses para repagar la deuda son deducibles como gastos (entonces la empresa reduce su beneficio y paga menos impuestos).

Los proveedores de deuda en una transacción LBO suelen ser de dos tipos: bancos y *hedge funds* (BIWS, 2013). Facilitan el acceso a varias categorías de deuda que juntas, constituyen una financiación efectiva de una operación. Aunque en los años de exceso (1980) podía representar hasta el 90% del capital necesitado, hoy en día, el ratio de apalancamiento se acerca al 50 – 60% utilizando una mezcla de deuda senior y *mezzanine* (junior y *high yield*) (Ladapo Lawale, 2010). La deuda senior está garantizada en contra de los activos de la empresa adquirida y por eso, los PE están en perpetua búsqueda de compañías con activos separados de la actividad que se pueden vender en el caso de que sea necesario. Dependiendo del tamaño de la transacción, unos o varios proveedores pueden estar involucrados (incluso el banco de la entidad comprada) y hay que poner varios actores de acuerdo utilizando cláusulas en los contratos de financiación o negociando facilidades de financiación como “*Working Capital Facilities*”. La clave aquí reside en encontrar y ponerse de acuerdo sobre las condiciones de reembolso y la estructura de la deuda (Deloitte, [Sin fecha]) incluyendo “*Covenants*” en los contratos pasados con los financiadores.

Dichos *Covenants* se definen como cláusulas especiales añadidas dentro de un contrato. Se pueden incluir dentro de todos los documentos firmados a lo

largo del proceso: Contrato de compra de acciones (SPA), Acuerdo de inversión, Artículos de asociación, Contratos de servicios, Documentos de deuda, Garantías y pólizas de seguros e indemnidades. Suelen cubrir varios puntos claves para que el fondo alcance su objetivo de rendimiento: garantías e indemnizaciones, límites de responsabilidad, requisitos impositivos, restricciones de transfer, nivel de apalancamiento, derechos de voto, opciones de liquidación, etc. Los fondos de PE incluyen muchos *Covenants* en transacciones buenas y menos en operaciones medias (Caselli et al. 2009). Para saber más sobre los *Covenants* posibles, referirse al Anexo 2.

4.4.2. *In-house vs Equipos externos*

Dado el nivel de complejidad de los contratos utilizados y los importes en juego, los profesionales en LBO suelen tener altas capacidades de negociación y realizar *Due Diligences* más profundas y complejas. Además, tienen una red de contactos importante que les permite gozar de ciertas ventajas en cuanto a la ejecución de dichas *Due Diligences* (Loos, 2005). Puesto que puede resultar complejo encontrar a profesionales competentes que aportan un real valor añadido en la compañía, dos escuelas se oponen: tener un equipo interno de expertos “*In-House*” o bien tener un equipo externo que ayuda al fondo cuando sea necesario “Equipos externos” (Hemptonne y Hoflack, 2009).

Por un lado, los equipos “*In-House*” aportan conocimientos especializados, están contratados de manera permanente, no son asesores externos y no pertenecen a ninguna red privada. Por ello, parecen más baratos, piensan de forma orientada a la empresa y se adecuan a la cultura del fondo donde trabajan. Además, no están orientados solo en el corto plazo. Pueden ser un recurso importante porque contemplan las oportunidades de salida de la transacción, contribuyen a desarrollar la red del fondo trayendo contactos propios y aportan un punto de vista diferente dado que no solo tienen un *background* puramente de *Private Equity* (la mayoría suelen venir de grandes bancos de inversión, grandes firmas de consultoría o grandes corporaciones donde trabajaron como *business developer* o CFO).

Por otro lado, los equipos externos, subcontratados por la empresa para una misión específica están aquí de manera esporádica. Suelen pertenecer a una red privada o más bien venir directamente de una gran empresa de consultoría (BCG, Bain, compañías especializadas en consultoría de PE). Obviamente, son mucho más caros, suelen adoptar una visión orientada al corto plazo (no piensan en las oportunidades de salida) además de requerir capital y tiempo adicional para proveer un servicio extra sin contribuir a desarrollar la red del fondo. La mayor ventaja de contratar a este tipo de expertos es que aportan un valor añadido porque son profesionales especializados en geografías, sectores, etc. Por eso, puede ser algo interesante para los casos complejos donde al fondo le falta de experiencia.

Finalmente, la decisión entre un modelo y el otro reside en tres elementos claves que resultan en la creación de un valor operacional añadido: la habilidad analítica excepcional, la experiencia general de gestión y la visión como inversor. Además, según el tipo de estrategia (tamaño de la transacción, nivel de especificación), geografía (si inviertes a nivel global, requiere una experiencia en todas las culturas y los mercados) y el tamaño del fondo (cuantos recursos alocar a mi equipo interno/externo) un modelo puede ser mejor que el otro. Veremos en los apartados siguientes que la elección del equipo juega un papel clave en el proceso de creación de valor que se puede alcanzar de tres maneras diferentes: ingeniería financiera, ingeniería operacional o ingeniería de gobernanza.

4.4.3. Ingeniería Financiera

La ingeniería financiera en el entorno del *Private Equity* se puede resumir como el cambio de la estructura de capital de la empresa. Aunque Modigliani y Miller afirmaron en 1958 que un cambio en la estructura de capital no debería afectar al rendimiento de una empresa, observamos lo contrario en la realidad del PE. Desde la creación del sector en los años 1946 y su expansión tremenda en los años 1980, el uso de deuda resulta más económico que la emisión de acciones además de estar garantizado por los activos de la compañía. El alto apalancamiento tiene muchos defectos ya que aumenta el riesgo de quiebra y disminuye la confianza de los inversores (Van Gelder, 2012), pero permite supervisar al equipo gestor en su toma de decisión. En efecto, estos altos riesgos

contraídos por la empresa permiten al equipo de gestión limitar su flexibilidad en las decisiones de asignación de capital. Como la necesidad primera es la de pagar los intereses y desembolsar la deuda prestada, el equipo de gestión no puede otorgarse gastar el dinero y actúa adecuadamente. Además, a nivel técnico, si un fondo se apoya en valoraciones tipo Descuento de Flujos de Caja (DCF), lo que no es representativo de la industria (Ver Sección 4.6), el alto uso de deuda genera valoraciones más elevadas dado el coste menor de la deuda a la hora de descontar los flujos.

Dicho tipo de ingeniería durante periodos de crecimiento sostenido y donde la deuda es accesible a bajo coste puede poner en peligro a la empresa y dar lugar a excesos que socavan al sistema económico entero.

4.4.4. Ingeniería Operacional

La ingeniería operacional podría ser, desde mi punto de vista, la estrategia más beneficiosa para las empresas a nivel de creación de valor. Se traduce por cambios en los márgenes, rendimientos y operaciones de la empresa, basados en el estudio cuidadoso de su modelo de negocio. Este tipo de ingeniería ha sido introducida en el sistema funcional del PE en la segunda oleada donde la gente tomó conciencia de las consecuencias de un apalancamiento demasiado agresivo (antes de esta época, la estrategia de creación de valor en el PE residía únicamente en la ingeniería financiera). En este caso, el fondo provee a la empresa una “*expertise*” real a través de tres grandes palancas:

- Crecimiento de los ingresos: Permite estimular el crecimiento y da una señal al mercado de un estatuto económico robusto por parte de la empresa. Consiste en mejoras operacionales como el incremento de la sensibilización al producto, la venta de divisiones no lucrativas o la venta de activos fijos. Se mide con la tasa de crecimiento del EBITDA (*Earnings Before Taxes Interest Depreciations and Amortizations*) y fomenta el desempeño de los empleados que reciben incentivos más altos (íntimamente relacionado con la ingeniería de gobernanza)

- Crecimiento de los márgenes: Muy parecido al crecimiento de los ingresos en teoría, el crecimiento de los márgenes tiene algo diferencial que necesitamos poner de relieve. El objetivo principal es de 1) regresar a niveles de margen similares a los competidores del sector para 2) batir a los niveles de margen de dichos competidores. Por eso, el crecimiento en márgenes suele apoyarse en *benchmark* y estudios comparativos para saber dónde se sitúa mi empresa frente a la competición. Por lo tanto, se puede medir de muchas maneras diferentes: con EBITDA, con ratios específicos o con el Beneficio Neto
- Reducción de costes: Reside en un análisis de la actividad de la empresa que se traduce por una serie de acciones. En esta técnica, encontramos reducciones de la plantilla de trabajadores o de las condiciones laborales, la disminución de los gastos no necesarios, la mejora del uso de los activos y la reducción de los niveles de existencias. Se puede llevar a cabo si se ponen en marcha ajustes a nivel de *Working Capital* (Activos Corrientes – Pasivos Corrientes) como una aceleración del ritmo de recepción de los pagos y una deceleración en el ritmo de los cobros. Adicionalmente, una desinversión de las actividades no claves, la reducción del CAPEX y un control más estricto de los gastos corporativos permiten conseguir rendimientos altos. Aunque muy eficientes, estas técnicas de reducción de costes pueden ser mal percibidas por parte de los *stakeholders* y suelen resonar como un argumento muy en contra de los PE

Estos tres métodos requieren un alineamiento del equipo de gestión y por eso, necesitan el empleo del último tipo de ingeniería: la ingeniería de gobernanza.

4.4.5. Ingeniería de Gobernanza

De los métodos de creación de valor en *Private Equity*, la ingeniería de gobernanza es sin duda el método más subestimado, aunque esencial (Finkel,

2010) para el buen funcionamiento de la estrategia PE. Como vimos en el apartado 4.3, el *management* tiene un papel decisivo en numerosas tácticas de PE. La ingeniería de gobernanza se caracteriza por un hecho simple: el aumento de los incentivos dedicados a los gestores y empleados de la compañía combinado con cambios en el esquema de gerencia cuando sea necesario. Además, podríamos categorizar la toma de control del *board* de la empresa como parte de esta ingeniería como lo sugieren Gompers et al. (2015), pero la toma de control no es una herramienta para aportar valor sino una condición sine qua non para poder arrancar estas palancas.

La retribución del *management* permite al fondo inversor “alinear los planetas” y, de acuerdo con Yermack (1997), Abowd (1990) y Mehran (1995) mejorar drásticamente el rendimiento. En efecto, esta mejora en las condiciones económicas permite a los empleados sentirse obligados a dedicar corazón y alma en las tareas de gestión de la compañía. Además de involucrarse en el día a día de las operaciones, los empleados se sienten más cómodos trabajando de la mano con el fondo, ofreciéndole un acceso privilegiado a redes profesionales de la empresa. Así, el reto es doble para el inversor: tener un *management* capaz e involucrado y beneficiarse de arranques económicos en términos de *deal sourcing*.

Para concluir, podremos decir que la composición salarial del fondo influye a los tipos de subterfugios que pone en marcha el fondo. Como lo establecen Gompers et al. (2015), los fondos con una composición mayoritariamente de antiguos banqueros de inversión suelen emplear la ingeniería financiera mientras que los fondos con fundadores y empleados procedentes del sector de la consultoría o del mundo empresarial en si se apoyan en la ingeniería operacional. Sin embargo, constatamos la presencia de la ingeniería de gobernanzas en ambos tipos de fondo.

4.5. Estrategias de salida

Una vez las estrategias de creación de valor del párrafo anterior están activadas y el valor desbloqueado, el fondo espera conseguir un retorno sobre la inversión. Para conseguir dicha rentabilidad, el fondo tiene que salir, de manera

progresiva o definitiva, de la empresa vendiendo sus acciones en ella. En *Private Equity*, se destacan 5 estrategias características que los fondos utilizan para concretizar estos objetivos de rentabilidad:

- **Salida a bolsa (IPO):** Esta estrategia consiste en vender en los mercados públicos todo o parte de las acciones de la empresa. Permite a los fondos sacar retornos mayores si la estrategia de IPO está bien planteada. Al contrario, como se pudo observar en la actualidad con Snapchat, un IPO mal planteado puede destruir valor para los accionistas. Esta estrategia es la que requiere el tiempo de planificación mayor y se suele prever cuesta arriba del fin del *Holding Period*. Además, puede ser que no esté adecuada en algunos sectores que ya han alcanzado una cierta madurez o perdieron el interés de los inversores en mercados públicos.
- **Sponsor-to-sponsor** o transacción secundaria: Consiste en vender su participación en la empresa a otro inversor institucional, en general un *Private Equity*. Permite conservar la empresa en el ámbito privado, pero requiere algunos sacrificios por parte del vendedor. En efecto, los fondos de PE secundarios suelen comprar con descuentos que indudablemente reduce el retorno potencial del vendedor. Además, este tipo de estrategia puede ser beneficiosa para la empresa en venta si los fondos proveen tipos de ingeniería diferentes y complementarios.
- **Trade Sale:** Un trade sale implica la venta a un competidor o una empresa que quiere diversificar su actividad. Es un tipo de salida muy de moda cuando las condiciones de mercado son desfavorables para las IPOs o las transacciones secundarias. Permite al vendedor ampliar su abanico de compradores potenciales porque las empresas representan una parte muy amplia de la economía.
- **Buyback:** El *Buyback*, al contrario, es una estrategia de salida muy complicada porque requiere que el propietario inicial recompre sus acciones en la compañía. Esta salida a veces necesita unas

condiciones preferenciales para poderse llevar a cabo. En efecto, el propietario antiguo de la empresa (en general una familia o un particular) no dispone de la misma capacidad de financiación que fondos o empresas. Por eso, suele ser un método de salida muy complejo y poco al gusto de los *Private Equity*.

- *Write-off*: La última estrategia, el *Write-Off* es la menos deseable por parte de la compañía y del fondo. Un *Write-Off* no es nada más que una liquidación de la posición de inversión en caso de que la empresa quiebre o genere un retorno negativo.

4.6. Medición del desempeño e Impacto sobre el fondo

Ahora que hemos definido las diferentes posibilidades de aportar valor dentro de una empresa y como salir de la inversión, hay que enfocarse en un tema importante: el retorno sobre inversión desde el punto de vista del fondo. Para ello, vamos a analizar en este apartado las diferentes maneras de evaluar este rendimiento a nivel cuantitativo y los usos y costumbres de la industria.

El rendimiento, parámetro primordial del fondo, se suele medir de varias maneras y existe una cierta controversia en el universo científico en cuanto a la exactitud de cada herramienta de medición. En efecto, el PE presenta ciertos riesgos únicos que hacen difícil su medición y comparación con otros activos. Existen seis riesgos característicos de esta industria:

- Riesgo de apalancamiento: riesgo de quiebra por culpa de demasiada deuda en la compañía
- Riesgo operativo y de negocio: p.e. una compañía en el sector gasolinero está sujeta a movimientos del precio del petróleo. Son riesgos típicos de una industria que recaigan sobre el fondo
- Riesgo de liquidez: el capital invertido en un fondo está bloqueado durante 10 años¹¹
- Riesgo de compromiso: el equipo gestor del fondo es el único que decide cuando salir de la inversión y distribuir los beneficios. Por

¹¹ Se puede proceder a la venta de su participación en un fondo, pero está sujeta a cláusulas restrictivas en el contrato firmado entre LPs y GPs

eso, puede haber retraso según las condiciones del mercado y entonces se eleva el riesgo

- Riesgo estructural: desalineación entre el equipo gestor del fondo y los LPs
- Riesgo de valoración: una mala valoración de una cartera conduce a números erróneos y con ello un riesgo a la hora de salir de la inversión

De acuerdo con Gompers et al. (2015), los fondos se apoyan en medidas de tasa interna de retorno (TIR) y múltiplos de capital invertido (MOIC) para estimar el rendimiento. Al contrario, muy pocos son los profesionales que emplean técnicas de DCF o la teoría del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) para evaluar los rendimientos y valorar a la empresa seleccionada. Los parámetros básicos son los siguientes: un TRI cerca al 20-25% y un MOIC de 2.5 veces con un valor terminal que representa cuanto el fondo espera vender la empresa al final de su *Holding Period*.

Appelbaum y Batt (2016) llegan a una conclusión similar: los fondos se apoyan en objetivos de TRI y también admiten que el método de medición elaborado por Kaplan y Schoar (2003), el PME (*Public Market Equivalent*) son herramientas fiables para estimar dicho rendimiento. El PME se podría definir como un instrumento de medición que compara el retorno generado por el mismo importe invertido en mercados públicos (acciones, índices de bolsa) (ver Gráfico 2 en anexo 1). El objetivo de este método es comparar manzanas con manzanas debido a los problemas de liquidez y riesgos únicos que presentan las inversiones en PE.

Finalmente, Lerner (1997) subraya el empleo por una parte de los profesionales de otros métodos de valoración como las simulaciones de Monte Carlo o los métodos de valoración de opciones cuando otros (Gredil et al. 2014) intentan crear nuevos métodos como el *direct alfa* o el PME histórico. Justifican este grado de novedad en la forma de medir los retornos por la incapacidad de la teoría del portfolio moderno (MPT-Henry Markowitz, 1952) de evaluar activos no líquidos.

Tanta controversia en los métodos de valoración en PE nos hace preguntarnos si no hay ciertos límites hacia el modelo LBO en sí mismo.

4.7. Límites del modelo LBO

Como ya hemos visto, el modelo LBO presenta algunas singularidades que lo transforman en una estrategia a la vez compleja y única. No obstante, podemos constatar gracias a la evolución del sector durante siglos que este modelo es un modelo cíclico.

Primero, sigue las tendencias económicas dada su gran dependencia a la deuda. Lo más barato y accesible es la deuda, los inversores son los que más se benefician del apalancamiento y hacen incurrir a la empresa un riesgo de quiebra. Un buen ejemplo de este comportamiento es el estudio de las primas pagadas por los fondos en años de euforia y años de crisis. En 1980, los fondos pagaban de media una prima de adquisición del 40% mientras cinco hasta diez años después, las primas fueron del 20% de media (Cao et al., 2014). A esto, la teoría del “*Trade-off*” de Myers (1977) establece que la deuda que una firma levanta tiene que ser un equilibrio entre creación de valor y escudo fiscal. Como lo observamos en la parte 2, los inversores del PE se alejaron de este proverbio.

Otro límite del modelo LBO podría ser la relación existente entre capital y desempeño. Por un lado, como lo demostraron Kaplan y Schoar (2003), cuanto mejor el rendimiento de los GPs, más probabilidades tienen de levantar un fondo nuevo de mayor tamaño y por ello más sustancioso en comisiones. Por otro lado, el amplio abanico de herramientas de medidas de desempeño convierte a los fondos en lo que llamaría “magos de la creatividad”.

Antes de concluir, el tercer límite de este modelo podría ser la gran cantidad de capital involucrada en un sector sin mucha regulación. Estamos en un mundo de alta competición (Deloitte, 2016) con algunas regulaciones que empiezan a surgir, pero el *Private Equity* sigue uno de los sectores financieros menos regulados. En periodos de crecimiento acelerado, los fondos suelen adoptar posiciones agresivas con transacciones grandes, riesgos aumentados y en enfoque en salidas a bolsa para maximizar los retornos. Por el contrario, en periodos de crisis, los fondos adoptan posiciones más conservadoras con riesgo

bajo, transacciones pequeñas y un alto grado de especialización. Esto podría llegar a grandes fracasos que impactan a toda la economía de un país como lo que ocurrió en los 1980 con RJR Nabisco.

Al final, se destaca por parte del sector y también por parte de los ciudadanos la emergencia de nuevos modelos de *Private Equity*. A la vez menos agresivo y menos peligroso para una compañía y para la economía, el modelo de *Buyout* minoritario permite contrarrestar los límites del modelo LBO tradicional. Dicho modelo entiende la necesidad de poder manejar una inversión en periodos de acceso difícil al mercado de deuda y reduce los riesgos de valoración vinculados con la empresa.

5. El modelo Buyout Minoritario: El príncipe azul

En esta parte, emplearemos una metodología muy sencilla para sacar conclusiones sobre la validez del modelo *Buyout* minoritario. En primer lugar, definiremos los límites del modelo tradicional LBO a los cuales responde dicha estrategia. En segundo lugar, intentaremos sumergirnos en las ruedas de este *Buyout* atípico para entender mejor como se puede llevar a cabo. Para concluir, veremos cuáles son sus límites y si se puede contribuir a una mejora global de la economía apoyándonos en tres argumentos: creación de actividad, circulación del capital y disminución de los riesgos sistemáticos e idiosincráticos. Todo este trabajo reside en un pensamiento crítico profundo sobre las acciones, consecuencias y soluciones que propone el modelo de *Buyout* minoritario. En efecto, como no existe literatura sobre el tema, no podemos confirmar nuestras hipótesis y habría que seguir contribuyendo a este tema para que sea realmente puesto de manifiesto.

Como hemos visto en el análisis, existen ciertos límites al modelo LBO. En un mundo interconectado donde la economía no es nada más que una pirámide con fundaciones aún frágil surge la necesidad de considerar y resolver los problemas expuestos. Para ello, ha emergido durante la crisis de 2007 donde el acceso a la deuda era complejo, una nueva forma de considerar las LBOs: el modelo *Buyout* minoritario. Mientras muchos bancos no estaban dispuestos a extender la oferta de créditos, las compañías necesitaban financiación y se dirigieron a los PE. Al ser inversores con un ciclo de vida limitado, los fondos han contestado de manera favorable a esta llamada de socorro. Además, dada la carencia histórica de inversión en posiciones minoritarias por parte de los fondos *Buyout*, no existen tantas normas que rigen este mundo normalmente liderado por los fondos de VC.

Este modelo responde a los dos problemas básicos encontrados en una LBO. Por una parte, permite generar actividad económica en el sector durante periodos de restricción de acceso a la deuda como los periodos de crisis. Y, por otra parte, al ser una posición de inversión minoritaria (inferior al 50% del capital

de la empresa potencial), reduce drásticamente la necesidad de levantar fondos gigantescos¹². Por eso, de acuerdo con un análisis realizado por el Boston Consulting Group (Schneider y Henrik, 2015), la cuota vinculada a estas inversiones saltó del 13% en 2004 hasta el 27% en 2008.

Observamos que este modelo es más popular en mercados emergentes (p.e. Asia) mientras representa solo un 16% de las transacciones en mercados desarrollados como Europa (Lerner et al. [Sin Fecha]). Intentaremos explicar porque existe tanta diferencia entre las geografías antes de sumergirnos en los mecanismos detrás de este modelo novedoso.

Asia tiene una parte importante de negocios liderados por familias (p.e. 85% de los negocios con más de \$1 000 Millones de ingresos en el suroeste asiático son dirigidas por familias frente al 15% en EE.UU.) y bolsas menos eficientes que hacen difícil la diversificación para los inversores. Además, no forma parte de la cultura asiática dejar su negocio a personas fuera del entorno familiar y el intervencionismo del gobierno acoplado a regulaciones fuertes en el ámbito de las inversiones extranjeras hacen posible solo dos soluciones: las *Joint Ventures* o la adquisición de participaciones minoritarias.

Como hay pocas ofertas para realizar un *Buyout* completo (adquirir más del 50% de la empresa), los compradores (fondos de PE) recurren a la compra de una minoría de las acciones utilizando *Covenants*. Dichas cláusulas sirven para adquirir derechos significativos de decisión y permiten dejar al propietario satisfecho con la mayoría del capital. El problema para los fondos reside en la falta de equipos de gestión cualificados en estos mercados y por eso, suelen ponerse de acuerdo con el propietario en *Covenants* que otorgan el derecho de cambiar al equipo existente.

Al revés, en Europa, no hay escasez de equipos gestores altamente cualificados. El problema reside más bien en que las familias controlan más o

¹² Antes de la emergencia de este modelo, el problema era eludido apoyándose en “*club deals*”: transacciones donde varios fondos se asocian para comprar una empresa. Esta solución, aunque buena en algunos casos entrena posibles divergencias en la manera de crear valor en la empresa y afecta negativamente al rendimiento de la inversión

menos el 40% de las grandes compañías cotizadas y quieren seguir como accionistas mayoritarios por razones culturales y sociales. Además, el mercado de *Debt Capital Market* (DCM) donde se levanta la deuda y el sector bancario están menos desarrollados que en los Estados Unidos y por ello, el acceso a la deuda se vea complicado. Todo esto conlleva a transacciones más pequeñas y un conservatismo más fuerte.

Para conseguir inversiones en compañías atractivas, los fondos no tienen otras posibilidades que tomar participaciones minoritarias limitando así la cantidad de deuda involucrada. Utilizan técnicas similares a las mencionadas en mercados asiáticos, pero suelen confiar más en el *management* existente.

5.1. Ventajas y Defectos para el vendedor

Que sea un fundador único, una familia, un grupo de socios o un fondo (en el caso de *secondaries*) que posea la empresa, la posibilidad de ceder solo una participación minoritaria a un fondo de PE desemboca sobre muchos beneficios.

Primero, las posiciones minoritarias permiten levantar capital (encontrar financiación) para llevar a cabo planes de crecimiento o internacionalización o responder a una situación económica crítica. En periodos económicos difíciles, que sean depresiones globales, desaceleraciones de una industria o problemas localizados a los cuales hace frente la empresa, encontrar a un canal de financiación alternativo que requiere menos garantías y está dispuesto a tomar más riesgo puede ser algo muy interesante para una empresa si quiere sobrevivir.

Además, dichas posiciones garantizan mantener el control sobre lo que realmente importa al fundador/gestor actual. En efecto, aunque los *Private Equity* suelen requerir medios de actuación sobre la gestión de la compañía, pueden ser flexibles y encontrar una base común con el vendedor. Por ejemplo, si el interesado exige conservar el derecho de decisión sobre los recortes salariales, pero está dispuesto a ceder los derechos de voto sobre la venta de los activos no claves, aquí puede iniciarse una colaboración fructífera.

Adicionalmente, dar acceso a un fondo de *Private Equity* en el día a día de las operaciones va de la mano con la promesa de gozar de un cierto nivel de experiencia. Los vendedores pueden tener interés en otorgar acceso a fondos famosos porque ellos difunden una imagen de calidad y seriedad que puede reasegurar a los otros *stakeholders* de la empresa. Junto a este beneficio reputacional, las empresas están en búsqueda perpetua de personas con alta experiencia en los proyectos que quieren llevar a cabo. Por ejemplo, si una empresa quiere expandirse, un *Private Equity* puede aportar conocimientos sobre fusiones y adquisiciones o salidas a bolsa que van a ayudar la empresa en consolidarse y crecer.

Por último, en cuanto a los posibles lados negativos que podrían contrarrestar estos argumentos, podríamos alegar que los *Private Equity* demasiado agresivos que intentan acercarse a vendedores crédulos y con falta de experiencia en el mundo del negocio puede ser algo negativo. En efecto, daría lugar a situaciones donde el vendedor se vea estafado, firmando contratos con cláusulas que dan todos los derechos al fondo y permitiendo la venta de todos los activos y la puesta en liquidación de la empresa. Aunque probable, este riesgo en mi opinión puede pasar en todo tipo de inversión y por ello, no lo veo tan singular frente al modelo de *Buyout* minoritario.

5.2. Ventajas y Defectos para el fondo

Para un *Private Equity*, las transacciones minoritarias son atractivas tanto a la hora de invertir como a la hora de salir parcialmente o totalmente de la empresa.

A la hora de entrar, lo que salta a la vista es que los importes son menos elevados y por ello el compromiso del fondo tiene menos peso dentro de su cartera en comparación con un LBO tradicional. Además, estos *deals* suelen hacerse más discretos en el mercado y las primas pagadas pueden ser más bajas dado que este tipo de transacción no involucra a la competición y a subastas entre fondos. Por eso, constatamos que hay menos riesgo de equivocarse al fijar el precio y menos riesgo de generar retornos negativos.

Esta estrategia de entrada requiere algunos criterios importantes. Primero, el fondo debe adaptarse a este aspecto discrecional adoptando una actitud proactiva en su generación de flujo de oportunidades (*deal flow*). Dicha actitud proactiva se manifiesta por un enfoque fuerte en la red de contactos del fondo. En transacciones mayoritarias, puedes esperar hasta que la oportunidad venga hasta ti, en minoritarias tienes que crearla (Lerner et al. [Sin Fecha]). Además, si consideramos el tamaño actual de los fondos y la estructura legal de la entidad, hay que asegurarse que no tenemos un límite fijo en cuanto al número de empresas en cartera. Por lo menos, habría que ponerse de acuerdo con los LPs para poder incrementar el límite de empresas bajo gestión con el fin de emplear todo el capital alocado.

Muchos fondos que existían durante la crisis y sobrevivieron tienen lo que se llama un *Dry Powder*. Dicho concepto se refiere a capital no alocado que queda por invertir en un fondo. En el contexto de crisis que conocimos, este *Dry Powder* alcanzó niveles estratosféricos en 2008. Tomar posiciones minoritarias puede ser una buena manera de liquidar este exceso de capital asegurándose una diversificación alta de la cartera del fondo. El único problema de esta solución sería la necesidad de alargar el ciclo de vida del fondo y entonces aumentar el *Holding Period*.

A la hora de salir de la compañía, según Thomson Reuters, los PE recurren de manera creciente a ventas parciales de las participaciones a fondos de pensiones o fondos soberanos en un intento de repartir un rendimiento adecuado en un mercado hirviendo (Afanasieva, 2017). Así, un mercado está creándose y como todo mercado de moda lo implica, los curiosos quieren entrar y puede resultar en una oportunidad tremenda de salir de una inversión a un precio muy atractivo y de manera muy rápida.

5.3. Covenants específicos del modelo

Como mencionado previamente, los fondos requieren las mismas posibilidades de tener impacto sobre la compañía en transacciones mayoritarias que en minoritarias. Para satisfacer esta condición sine qua non se apoyan en

Covenants en los contratos de venta. Estudiaremos en este apartado las cláusulas típicas que aparecen en transacciones que involucran la toma de una participación minoritaria.

Al igual que en transacciones LBO tradicionales, juegan uno de los papeles claves en una buena inversión. Pueden transformar esta decisión tanto en algo excepcional como en algo catastrófico si no se anticipan bien las cláusulas contractuales. En operaciones minoritarias, los *Covenants* más típicos suelen abordar la posibilidad de cambiar el equipo directivo, vender activos, emitir deuda o *equity* y emplear o despedir a empleados. Casi siempre, dichos derechos en el caso de inversores minoritarios son negociados como “protección de la transacción” en vez de como una herramienta para la creación de valor. Este detalle, aunque parezca trivial, es una palanca poderosa para los PE. En efecto, no es lo mismo proponer *Covenants* para “protegerse” que para “dirigir la compañía”. El papel de los discursos suele pasarse por alto mientras es algo fundamental dentro de una negociación.

Dichas cláusulas¹³ permiten al fondo protegerse del o de los propietarios mayoritarios (en el caso de transacciones de PE, suelen centrarse en empresas con muy pocos accionistas mayoritarios, idealmente uno) que no pueden realizar la venta de un activo, una adquisición, dilución o la emisión de nueva financiación o cambios en el *management* y el *board* sin el acuerdo del o de los accionistas minoritarios. Esto facilita la toma de decisión al fondo frente a los accionistas mayoritarios.

5.4. Requisitos para una buena inversión

Una vez las semillas plantadas a nivel legal, el fondo tiene que asegurarse de la complementariedad entre el perfil de la empresa y su estrategia de inversión minoritaria. Para conseguir una inversión que pueda generar retornos interesantes, hay una serie de criterios imprescindibles que la empresa seleccionadas debe cumplir.

¹³ Ver Anexo 2 para más detalles sobre los *Covenants*

Antes que nada, como todo este modelo se basa en la relación entre el vendedor que sigue al accionista mayoritario y el inversor, hay que cuidar muchísimo esta relación y también a los contactos con el *management* existente. Para que dicha relación sea constructiva, es indispensable entender las motivaciones del vendedor: que quiere hacer con su empresa, como imagina su empresa dentro de unos años, como define su modelo de negocio, etc.

En adición, hay que asegurarse de la complementariedad entre lo que el fondo pretende aportar y lo que espera recibir el vendedor. Si existen divergencias entre los dos partidos, hay muchas posibilidades de que la transacción naufrague.

Finalmente, la inversión tiene que encajar con la estructura corporativa y accionarial. En el caso de un capital muy fragmentado, resulta mucho más complejo ser el único accionista minorista con influencia relativa. Por eso, requiere una empresa objetivo donde hay pocos accionistas o donde una gran mayoría de los minoristas están dispuestos a vender sus participaciones. En cuanto a la estructura corporativa, constatamos que las transacciones minoritarias suelen funcionar muy bien en el caso de creación de valor relacionada con crecimiento tanto orgánico como inorgánico. Para conseguir esto, se requiere profesionalizar al *management* y los procesos establecidos además de consolidar sectores que aparecen fragmentados con una serie de adquisiciones o desinversiones de actividades secundarias. Dicha profesionalización del *management* puede generar cambios necesarios en el esquema gerencial y requiere de una cierta flexibilidad a este nivel.

Para alcanzar este crecimiento orgánico o inorgánico, existen una serie de técnicas empleables por parte del fondo y del vendedor que trabajan conjuntamente.

5.5. Métodos de creación de valor

Como lo hemos definido en el apartado anterior, la mejor manera de disfrutar de una participación minoritaria que otorga una influencia significativa

es apoyarse en un crecimiento tanto orgánico como inorgánico. El crecimiento orgánico se define como una manera que la empresa tiene de crecer utilizando sus propios recursos vinculados con el aumento del volumen de negocio y de la cuota de mercado. Al revés, el crecimiento inorgánico o crecimiento externo se podría resumir en la jerga financiera como fusiones y adquisiciones (M&A). Consiste en comprar competidores y/o empresas que intervienen en mi cadena de valor para reducir los costes, resultar más grande y generar más volumen de venta y peso en el mercado. Aunque las dos estrategias tienen como objetivo final el aumento del volumen de negocio y de la cuota de mercado, las maneras de alcanzarlo son diferentes:

- Adoptar la estructura gerencial adecuada: forma parte de las técnicas de ingeniería típicas y sirve dentro del entorno del crecimiento orgánico. Dependiendo del tipo de sector, el tipo de empresa y el tipo de modelo de negocio, puede ser interesante transformar la estructura de gestión para que sea más (p.e. en caso de una empresa que gasta muchos recursos por falta de organización) o menos directa (p.e. en caso de internacionalizaciones)
- Motivar los empleados y modificar la estructura de retribución: utilizada en casi todas las estrategias de *Private Equity*, subir las remuneraciones permite dar a los empleados un sentimiento de pertenencia más fuerte. Puede ser considerado como la clave de un crecimiento orgánico bien montado y puede tomar varias formas. Primero, si la empresa dispone de tesorería, puede subir los sueldos de manera básica aumentando las nóminas. Aunque fácil de poner en marcha, esta técnica no es necesariamente la más eficiente. Otro método consiste en otorgar primas basadas en el rendimiento de la empresa o en métricas de desempeño claves (p.e. el número de productos vendidos, etc.). Dicho método permite a los empleados estar aún más involucrados porque sus sueldos dependen directamente de cómo actúan ellos

- Profesionalización del *management*: una vez la empresa más estructurada a nivel gerencial, hace falta profesionalizar al equipo de dirección para que puedan pretender ser una empresa de tamaño nacional, regional o global. Dicha transmisión de conocimientos pasa por posibles seminarios de formación impartidos por profesionales externos o expertos trabajando para el fondo y como todo proceso de formación, requiere tiempo. Por eso, no podemos categorizarlo en ningún tipo de ingeniería y tampoco podemos decir si forma parte de una estrategia de crecimiento orgánico o inorgánico. En mi opinión, sería una herramienta imprescindible en ambos métodos de evolución hacia una empresa de mayor tamaño
- Profesionalización de los procesos: al igual que el método descrito anteriormente, profesionalizar los procesos es una herramienta indispensable de ambos tipos de crecimiento. Por el contrario, se podría categorizar como ingeniería operacional dado que estamos mejorando procesos, operaciones de la empresa. Dichas mejoras podrían desarrollarse a través de una automatización más grande de la cadena de valor o eliminar el despilfarro de recursos en los procesos de fabricación (en el caso de una empresa que manufactura productos). También se pueden plantear acciones sobre la rapidez de ejecución de los procesos, si resulta que la empresa está por debajo del *benchmark* sectorial a nivel de productividad, implica que todavía no hemos alcanzado el nivel óptimo en los procesos
- Optimización de la cadena de valor: muy relacionada con los procesos, la cadena de valor es un instrumento clave en la creación de valor de una empresa. Se considera un instrumento de crecimiento tanto orgánico como inorgánico y su mejora se cataloga como ingeniería operacional. Las optimizaciones de lo que consiste en el núcleo de cada negocio pueden ser un acortamiento de esta con desinversión de líneas de negocio no

especializadas o independientes o más bien una ampliación gracias a adquisiciones de proveedores o distribuidores. Así, la empresa se ve capaz de controlar el producto desde su concepción hasta el cliente final

- Optimización del uso de los activos: la optimización de los activos reside en una utilización plena de la productividad de cada activo de producción o la ocupación inteligente y total de activos inmobiliarios. Como estamos mejorando el uso de recursos que son nuestros, se puede referir a una técnica de crecimiento orgánico y a una ingeniería operacional. Se suele medir con ratios técnicos (p.e. horas maquinas, o metros cuadrados por persona si tomamos los ejemplos anteriores)
- Estrategias de internacionalización: esta estrategia es una de las bases de un crecimiento orgánico exitoso. Se puede categorizar como ingeniería operacional dado que se trata de expandir sus operaciones a otras regiones, países o continentes. Requiere que la empresa este ya bien consolidada en su zona geográfica y se encuentre en una industria creciente. En efecto, es mucho más complicado expandirse en un sector en declive
- Fusiones y adquisiciones: este mecanismo se dedica solamente a un crecimiento inorgánico y es muy intensivo en capital. Se puede decir que viene a medio camino entre la ingeniería financiera y la ingeniería operacional porque para adquirir competidores o empresas complementarias, se requiere financiación y por ello un posible apalancamiento
- Venta de los activos y departamentos no claves o no rentables: para generar tesorería y aumentar el valor potencial de la empresa, que podría ser mejor que deshacerse de las cosas inútiles en la empresa. Por eso, esta técnica contribuye a un crecimiento orgánico e inorgánico de manera indirecta (genera dinero para posibles actividades de M&A). Se puede categorizar dentro de la

ingeniería financiera y su único objetivo es la especialización de la empresa en una o varias líneas de negocio estratégicas

- Alcanzar el apalancamiento idóneo: técnica de ingeniería financiera por excelencia, consiste en encontrar el nivel óptimo entre deuda y equity dentro del capital de la empresa. No se puede decir si este mecanismo contribuye a un crecimiento orgánico o inorgánico dado que depende del destino de los fondos. Ha sido una estratagema muy utilizada en el pasado y para poder emplearlo, hace falta que la empresa no haya utilizado su potencial de endeudamiento o lo haya sobrepasado. En el segundo caso, el fondo interviene con su red de contactos financieros y su experiencia para refinanciar la deuda y reducirla

Finalmente, observamos técnicas de creación de valor que no son adecuadas para posiciones minoritarias. Podríamos mencionar las técnicas basadas en reestructuración mejorando el desempeño operacional tras recortes presupuestarios y planes sociales. En efecto, el o los accionistas mayoritarios suelen oponerse a dichos planes cuando están propuestos por inversores minoritarios.

5.6. Salidas posibles

De acuerdo con Lerner (1997), las transacciones mayoritarias suelen estar detenidas más tiempo de media. Lo que sugiere este argumento es que hay que encontrar a la vez métodos que proponen salir de la inversión en un lapso de tiempo más corto y se adaptan al tamaño pequeño de la inversión.

Primero, podemos fácilmente descartar a los *Trade Sales* porque un competidor que está interesado en consolidarse solo consideraría una adquisición mayoritaria para poder disfrutar de las sinergias entre las compañías. Además, podríamos decir que las salidas a bolsa tampoco encajan con 1) el tamaño de la inversión 2) la restricción de tiempo y 3) aspectos legales que no desarrollaremos dentro de este análisis. Al fin, nos quedamos con dos opciones viables: el *Buyback* o la salida gracias al mercado secundario.

El *Buyback* por parte del vendedor puede ser algo interesante porque ha disfrutado de la experiencia y de la imagen del fondo y ahora tiene la posibilidad de volver a ser independiente. Además, las ganancias potenciales aportadas por la estrategia de crecimiento llevada a cabo han generado tesorería en la empresa y un incremento en la riqueza de su detenedor al cual le permite realizar la recompra. Por eso, parece la estrategia más adecuada, aunque puede ser complicada si el propietario no tiene los recursos suficientes.

En cuanto al mercado secundario, como lo establece Reuters (Afanasieva, 2017), suele representar una buena oportunidad para fondos que tienen prisa y que buscan un comprador con capacidad económica. En este mercado, además de venderlo a otros fondos de *Private Equity*, pueden venderlo a nuevos entrantes como los típicos LPs (fondos de pensiones y fondos soberanos) que ahora son más y más demandados en este tipo de inversión. Permite durante periodos con condiciones de mercado complicadas a los PE redespigar el capital de manera más fluida.

Al final, obviamente, el *Write-Off* puede ser una solución cuando las cosas no alcanzan lo esperado. En estos casos, constatamos ciertas ventajas con el modelo de *Buyout* minoritario. En efecto, los importes reducidos son más fáciles de pasar como *Write-Off* y suelen impactar mucho menos al desempeño del fondo. Podríamos decir que, con inversiones minoritarias, las estrategias de salida adecuadas son similares pero facilitadas.

5.7. Desempeño

Según varios estudios (Lerner, 1997; Schneider y Henrik, 2015), las transacciones efectuadas con un modelo LBO tradicional suelen superar al rendimiento de las transacciones minoritarias. Antes de la crisis, existían diferencias significativas en los retornos, pero desde 2008, son cada vez menores.

Antes de nada, conviene recordar que las inversiones minoritarias siguen siendo consideradas por parte de los *Private Equity* como soluciones de

emergencia para 1) disminuir el *Dry Powder* y 2) seguir invirtiendo y así generar comisiones en periodos económicos problemáticos. Por ello, podríamos suponer que, aunque mejorando, los fondos no se involucran tanto para una inversión minoritaria como para una LBO clásica.

Además, parece trivial pero muy importante decir que generar un retorno más alto es mucho más complicado con pequeños importes que con inversiones gigantescas. Por un lado, las primas pagadas sobre transacciones muy interesantes suelen resultar mayores y por ello el capital requerido es mayor. Por otro lado, si tomamos el ejemplo de un vendedor de naranjas y su intermediario, podemos entender como cantidad significa rentabilidad: Imaginemos que el productor vende sus naranjas 1€ cada unidad y el intermediario vende cada naranja 2€. Si compra solo una naranja, no tiene poder de negociación sobre el precio porque no le interesa al productor. Su ganancia entonces sería del 100%. Ahora, si decide comprar 1 000 naranjas, el productor puede decidir otorgarle un descuento y así solo paga cada naranja 80 céntimos. Su retorno en este caso sería del 150%.

En conclusión, con este ejemplo básico, entendemos de manera indirecta el poder del apalancamiento y también el poder de negociación que disfrutaban los fondos grandes cuando se meten en transacciones mayoritarias.

5.8. Límites del modelo

Para cerrar esta interpretación propia del modelo *Buyout* minoritario, necesitamos destacar ciertos límites que podrían influir sobre su desarrollo en el futuro.

En primero, podríamos mencionar una dificultad mayor de generar retornos superiores y batir a las otras clases de instrumentos financieros. En efecto, el tamaño de la transacción y posibles obligaciones legales impiden al fondo adaptarse a algunos deseos del gerente/vendedor. Además, el hecho de que este modelo se apoye en transacciones minoritarias hace difícil la inversión

en empresas públicas para transacciones tipo PtP¹⁴. Por último, el lado discrecional de estas transacciones las convierte en algo complicado de encontrar. Por eso, esfuerzos en la red de contactos tienen que estar realizados por parte del fondo y de sus empleados. A veces costosos y a veces ambiguos, estos esfuerzos de *networking* pueden ser el obstáculo más complicado al desarrollo de este modelo singular, que supo responder a los abusos financieros durante siglos alternados entre euforia y pesadilla económica.

5.9. Sobre el Buyout Minoritario...

Para concluir esta parte dedicada al modelo *Buyout* minoritario, necesitamos relacionarlo con la economía en su conjunto. En este apartado que sirve de conclusión general sobre los beneficios de un modelo tan peculiar, nos referiremos a las posibles contribuciones del modelo sobre tres agentes primordiales al buen funcionamiento de la economía: los bancos, las empresas y los particulares.

Como vimos, el modelo LBO tradicional sufre de seis riesgos característicos: apalancamiento, operativo, liquidez, compromiso, estructural y de valoración. El modelo minoritario, en cuanto a ello, podría representar una respuesta a estos riesgos emblemáticos. Primero, que los riesgos de apalancamiento y de valoración se vean muy reducidos porque los importes en juego son menores. Después, que el riesgo estructural tenga poca probabilidad de tener lugar porque como vimos, existe una necesidad de encontrar un acuerdo para realizar la transacción. Finalmente, los tres otros tipos de riesgo siguen existentes, aunque muy amenorados por la posibilidad por parte de los fondos de diversificar más sus carteras de empresas. Esta disminución de los riesgos que amenazan al sector entero del *Private Equity* tienen consecuencias directas sobre el entorno de los fondos y la economía.

Los bancos, al centro del mecanismo del PE, pueden disfrutar con este modelo minoritario de una serie de ventajas que conllevan una flexibilización en

¹⁴ Public-to-Private

sus cuentas. En efecto, disminuyendo el nivel de deuda requerido para cada transacción, las entidades de crédito toman menos riesgo y tienen menos responsabilidad al comprometerse con los fondos. Además, esta reducción de la cantidad de deuda en circulación puede disminuir el riesgo de crisis global y violencias causadas por el colapso de algunos grandes jugadores del mundo del *Private Equity*.

Con el aumento del número de transacciones e intrínsecamente de empresas invertidas, podemos augurar una actividad económica reforzada. Dicha actividad permite hacer circular el capital de manera más rápida en la economía y crear empleos y riqueza en las empresas. Además, las transacciones minoritarias permiten reducir el ritmo desenfrenado de las privatizaciones que, a partir de un cierto nivel, son contra productivas para la economía. Finalmente, a corto plazo, podemos suponer que la inversión del PE en participaciones minoritarias reduce la base del accionista de la empresa y con ello la fragmentación de su capital evitando así posibles conflictos de intereses entre inversores y empresas que suelen ocurrir cuando la base accionarial es amplia.

Para concluir, la creación de actividad económica y la aceleración de circulación del capital contribuyen a la creación de empleos y riqueza cuyo destinatario final es el individuo. Gracias a los fondos que aportan programas de profesionalización de los empleados, podemos imaginar que, a largo plazo, la tasa de paro caiga y que algunas regiones del mundo sean más competitivas en la escena internacional. El riesgo de mercado puede ser, teóricamente disminuido, al igual que el riesgo idiosincrático, gracias a un nivel más alto de profesionalización de las personas y de las empresas junto a una mayor diversificación de las actividades del PE.

6. Conclusión

Muchas veces criticado por los espectadores desinformados y las víctimas de este, el modelo LBO presenta unas características exclusivas que retratan un deseo fuerte de contribuir a romper los moldes del desarrollo empresarial por parte de la industria. En primer lugar, aporta a las empresas un nuevo canal de financiación que se traduce por la emergencia de una nueva industria, el *Private Equity*. Además, los fondos proveen capacidades y experiencia a los emprendedores y las compañías que se pueden convertir en promotores reales de creación de valor. Finalmente, se puede decir que dichos inversores a medio plazo intentan apoyar a los gerentes en las estrategias de crecimiento tanto orgánico como inorgánico.

No obstante, la codicia del ser humano condujo a abusos que desequilibraron pilares enteros de la economía. El sobreuso del apalancamiento, combinado con la relación ambigua entre capital y desempeño, han sido las mayores razones que pueden explicar la necesidad de crear nuevos modelos de inversión dentro del *Private Equity*. Así, una nueva tendencia se desprende en un entorno donde se destaca el retorno a prácticas cuestionables impulsadas por condiciones del mercado favorables, el *Buyout* minoritario.

Creado sobre las cenizas todavía incandescentes del *Leveraged Buyout*, esta nueva escuela de asignación del capital recoge las técnicas tradicionales que dieron la fama a esta industria aportando unas soluciones más sanas para la economía. Tras reducir el importe necesario para su puesta en marcha, el modelo permite crear una actividad económica más diversificada y que alivia la carga omnipresente del crédito sobre los bancos tradicionales. La circulación del capital se hace de forma más rápida y se puede plasmar con consecuencias positivas a nivel de empleo y de producción. Al fin y al cabo, la única crítica posible de considerar relevante dentro de este estudio es la dificultad de generar retornos sobre el capital invertido comparables con los del LBO. Finalmente, se puede tener fe en que las habilidades principales de los *Private Equity* - ingeniería financiera, operacional y de gobernanza - que emplean los fondos

Buyout se conservaran y sin duda mejoraran al experimentar y sobrevivir periodos de recesión y crisis financieras. Como lo indican muy bien algunos líderes del sector, la clave para los fondos de *Private Equity* reside en un trabajo arduo de análisis, una pasión y dedicación entera a las empresas invertidas y el aprendizaje a través de los errores para pensar en el futuro.

Para concluir, comentar la lastima por la falta de datos numéricos accesibles de manera gratuita y de la novedad que representa este modelo para poder comprobar que las hipótesis y resultados encontrados coinciden con la realidad del terreno. Por ello, nuevos estudios podrían estar considerados en el futuro próximo. Primero, un análisis de la industria con casos reales de empresa que reflexionen sobre como los fondos crean realmente valor dentro de las empresas con una estrategia de *Buyout* minoritario. Después, un examen del desempeño en este tipo de transacciones con una base de datos en varias geografías podría hacer surgir soluciones para maximizar los retornos sin cambiar el modelo estratégico de inversión. Por último, cuando se tenga una perspectiva más amplia sobre las oportunidades e impactos del *Buyout* minoritario sobre la economía, una disección de su contribución a la economía en su conjunto podrá representar un avance consecuente para la industria. Sera determinante para el desarrollo de modelos de inversión más beneficiosos que la comunidad científica aporte su granito de arena estudiando las tendencias de un sector aún lleno de posibilidades.

Referencias

A. Finkel, R. 2010. *The Masters of Private Equity and Venture Capital*. McGraw Hill.

Afanasieva, D. 2017. *Buyout funds use minority stake sales to show off best assets [Online]*. Thomson Reuters 5 octubre 2017. Disponible en : <<https://www.reuters.com/article/us-privateequity-minority/buyout-funds-use-minority-stake-sales-to-show-off-best-assets-idUSKBN1CA29F>> [Acceso: 26 marzo 2018].

Appelbaum, E. y Batt, R. 2016. *Are Lower Private Equity Returns the New Normal?*. Center For Economic and Policy Research.

Bain&Company. 2017. *Global Private Equity Report 2017 [Online]*. Disponible en: <<http://www.bain.com/>> [Acceso: 26 marzo 2018].

Bernstein, S. et al. 2009. *Private Equity and Industry Performance*. ID1524829, SSRN. Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper No. 10-045.

Schneider, A. y Henrik, C. 2015. *Private Equity Minority Investments: Can Less Be More? [Online]*. Boston Consulting Group. Disponible en: <<https://www.bcg.com/>> [Acceso: 26 marzo 2018].

Breaking Into Wall Street. 2013. *Leveraged Buyout (LBO) Model Overview [Online]*. Disponible en: <<https://breakingintowallstreet.com/biws/homepage/>> [Acceso: 26 marzo 2018].

Cao, J. et al. 2014. *The Impact of Investor Protection Law on Takeovers: The Case of Leveraged Buyouts*. ID110059, SSRN.

Caselli, S. et al. 2010. *Performance in private equity: why are general partnerships' owners important?*. ID1798612, SSRN. 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper.

- Caselli, S. et al. 2009. *Contracts and Returns in Private Equity Investments*. ID1525367, SSRN. Journal of Financial Intermediation, Forthcoming.
- Da Rin, M. y Phallipou, L. 2016. *The Importance of Size in Private Equity: Evidence from a Survey of Limited Partners*. ID2379354, SSRN. Journal of Financial Intermediation, Forthcoming, ECGI - Finance Working Paper.
- Degeorge, F. et al. 2015. *On Secondary Buyouts*. ID2329202, SSRN.
- Deloitte. [Sin Fecha]. *Private Equity Demystified: The fundamentals of private equity deal structuring [Online]*. Disponible en: <<https://www2.deloitte.com/us/en.html>> [Acceso: 26 marzo 2018].
- Deloitte. 2016. *Private Equity growth in transition: Evolve to meet tomorrow's challenges [Online]*. Disponible en: <<https://www2.deloitte.com/us/en.html>> [Acceso: 26 marzo 2018].
- Ernst&Young. 2017. *Private Equity Capital Briefing: Monthly Insights and Intelligence on PE Trends [Online]*. Disponible en: <<http://www.ey.com/>> [Acceso: 26 marzo 2018].
- Fanelli, M. et al. 2016. *Q3 2016 Dealmaker Roundup [Online]*. Privcap. Disponible en: <<https://www.preqin.com/>> [Acceso: 26 marzo 2018].
- Franzoni, F. et al. 2011. *Private Equity Performance and Liquidity Risk*. ID1517044, SSRN. Journal of Finance, Forthcoming, Swiss Finance Institute Research Paper No. 09-43.
- Gill, A. y Visnjic, N. 2013. *Insight Private Equity*. ID2281229, SSRN. SAFE Working Paper No. 23.
- Gompers, P. et al. 2015. *What Do Private Equity Firms Say They Do?*. ID2600524, SSRN. Harvard Business School Finance Working Paper No. 15-081.
- Gredil, O. et al. 2014. *Benchmarking Private Equity: The Direct Alpha Method*. ID2403521, SSRN.

- Hemptinne, C. y Hoflack, V. 2009. *The Value of in-house operations teams in private equity firms*. INSEAD.
- Jeng, L. y Lerner, J. [Sin Fecha]. *Making Private Data Accessible in an Opaque Industry: The Experience of the Private Capital Research Institute*. Harvard Business School.
- Kaplan, S. y Schoar, A. 2003. *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows*. ID473341, SSRN. MIT Sloan Working Paper No. 4446-03; AFA 2004 San Diego Meetings.
- Kauffmann, S. 2007. *Les riches, les HNWI et les ultra HNWI [Online]*. Le Monde 01 octubre 2007. Disponible en : http://www.lemonde.fr/idees/article/2007/10/01/les-riches-les-hnwi-et-les-ultra-hnwi-par-sylvie-kauffmann_961495_3232.html [Acceso: 26 marzo 2018].
- KPMG. 2016. *Evaluating Private Equity Performance [Online]*. Disponible en: <https://home.kpmg.com/us/en/home.html> [Acceso: 26 marzo 2018].
- Ladapo Lawale, N. 2010. *Private Equity in a Deleveraged Economy: Lessons from the financial crisis*. ID1628948, SSRN.
- Law 360. 2009. *Minority Investments by Private Equity Funds [Online]*. Disponible en: <https://www.law360.com/> [Acceso: 26 marzo 2018].
- Lerner, J. 1997. *Venture Capital and Private Equity: A course Overview*. ID79148, SSRN.
- Lerner, J. y Sa Schoar, AM. 2002. *The Illiquid Puzzle: Theory and Evidence from Private Equity*. ID322420, SSRN. Harvard NOM Working Paper No. 02-24; MIT Sloan Working Paper No. 4378-02, HBS Finance Working Paper No. 03-038.
- Lerner, J. et al. [Sin Fecha]. *Majority and Minority Ownership in Global Growth Markets*. Bella Research Group.
- Les LBO. [Sin Fecha]. Chapitre 50. Université Paris Descartes.

- Ljungqvist, A. et al. 2017. *The Investment Behavior of Buyout Funds: Theory and Evidence*. ID972640, SSRN.
- Loos, N. 2005. *Value Creation in Leveraged Buyouts*. University of St Gallen.
- Mao, Y. y Renneboog, L. 2013. *Do Managers Manipulate Earnings Prior To Management Buyouts?*. ID2330784, SSRN.
- Massut, F. 2013. *Private Equity : Entrepreneuriat, Gouvernance et Création de Valeurs*. Université Paris Dauphine.
- McKinsey. 2017. *A routinely exceptional year [Online]*. Disponible en: <<https://www.mckinsey.com/>> [Acceso: 26 marzo 2018].
- Meuleman, M. et al. 2007. *Agency, Strategic Entrepreneurship and the Performance of Private Equity Backed Buyouts*. Nottingham University Business School. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 33, No. 1, pp. 213-239, January 2009.
- Michelmores. 2018. *Management Buyout Guide [Online]*. Disponible en: <<https://www.michelmores.com/>> [Acceso: 26 marzo 2018].
- Moszoro, M. y Kosciellecka, A. 2013. *Capital Riesgo: Los Indicios de una cuarta oleada*. ID2302212, SSRN. *Revista de Antiguos Alumnos IESE* Nro. 130.
- Prof. Gottschalg, O. et al. 2015. *Size Matters-Small is beautiful: The Impact of Portfolio Diversification and Selection on Risk and Return in Private Equity*. ID2630915, SSRN.
- Renneboog, L. y Simons, T. 2005. *Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*. ID796047, SSRN. ECGI - Finance Working Paper No. 94/2005, CentER Discussion Paper No. 2005-98.
- Strandberg, C-J. 2010. *Leverage Buyouts: An LBO Valuation Model*. Karlstad Business School.
- Tucker, G. et al. 2016. *Dealmaker Roundup "Year in Review" [Online]*. Privcap 2016. Disponible en: <<https://www.preqin.com/>> [Acceso: 26 marzo 2018].

Vincent Van Gelder, V. 2012. *Value Creation in Leveraged Buyouts*. Tilburg University.

Wang, J. 2009. *Leveraged Buyouts*. Universitet Lunds.

W.Brown, G. et al. 2013. *Do Private Equity Funds Manipulate Reported Returns?*. ID2271690, SSRN. *Journal of Finance Economics (JFE)*, Forthcoming, Fama-Miller Working Paper.

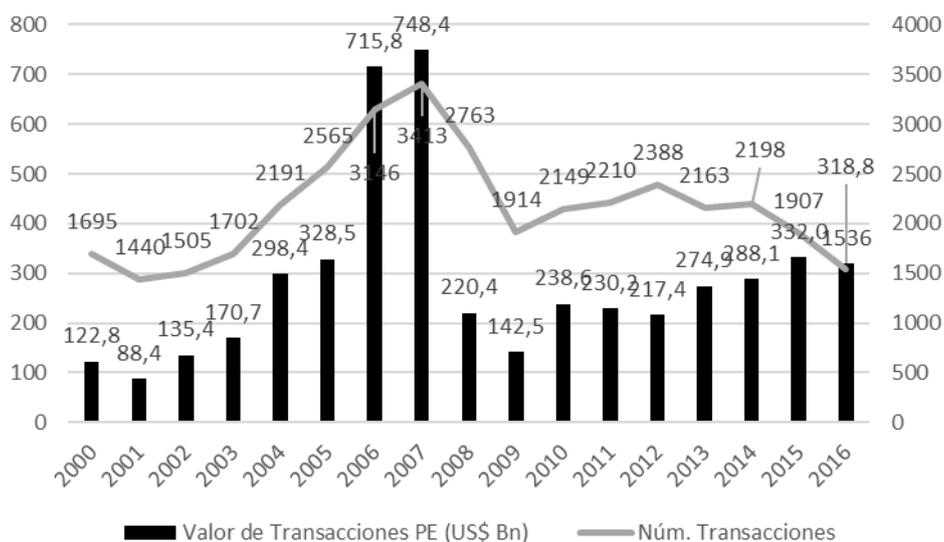
Wright, M. et al. 2006. *Leveraged Buyouts in the U.K and Continental Europe: Retrospect and Prospect*. ID918121, SSRN. ECGI - Finance Working Paper No. 126/2006, CentER Discussion Paper Series No. 2006-70.

Anexos

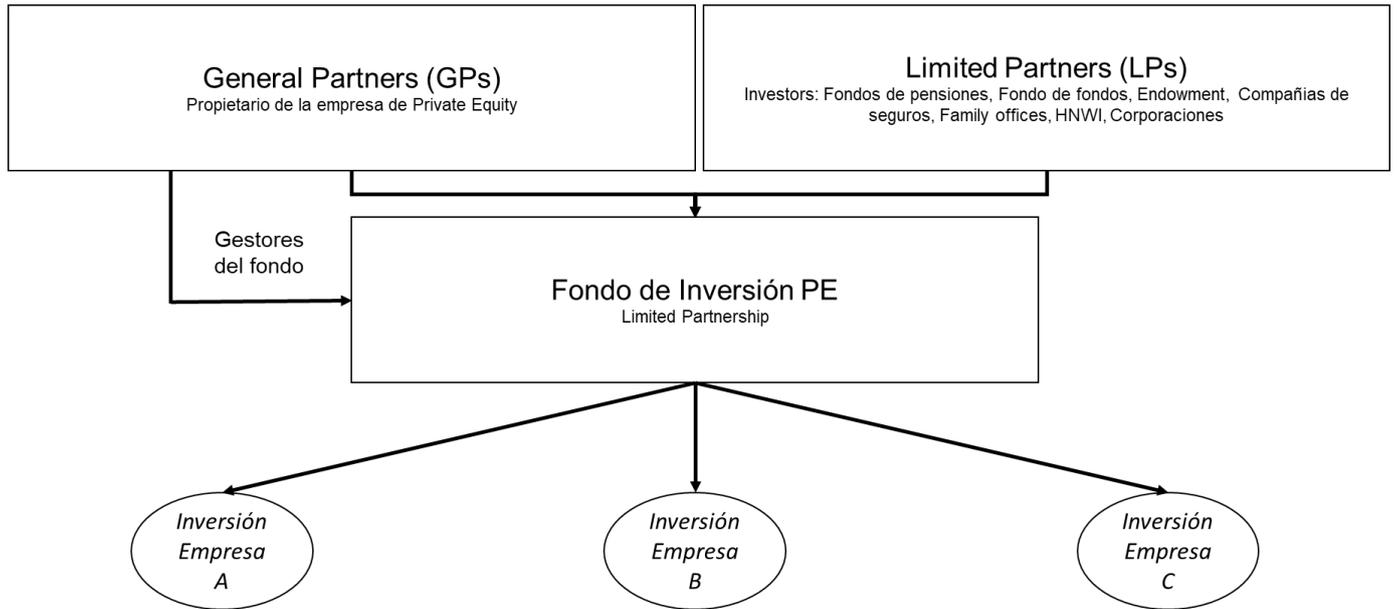
Anexo 1: Tablas, Gráficos y Organigramas

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
# Fondos PE Cerrados	1,117	1,090	693	727	820	882	959	879	958	826
# Compromisos totales (US\$ Bn)	\$616.7	\$633.8	\$291.4	\$267.5	\$305.6	\$356.2	\$501.4	\$489.3	\$534.1	\$530.7
# Transacciones anunciadas en PE	3,413	2,763	1,914	2,149	2,210	2,388	2,163	2,198	1,907	1,563
# Valor Total Transacciones (US\$ Bn)	\$748.4	\$222.4	\$142.5	\$238.6	\$230.2	\$217.4	\$274.9	\$288.1	\$332.0	\$318.8
# Salidas M&A (US\$ Bn)	\$300.8	\$140.1	\$66.7	\$221.3	\$236.0	\$219.9	\$208.9	\$365.7	\$365.4	\$298.5
# PE IPOs (US\$ Bn)	\$57.7	\$9.9	\$16.8	\$35.5	\$38.8	\$22.0	\$58.5	\$110.0	\$58.2	\$32.1

Tabla 1: Estadísticas claves Private Equity Fuente: Ernst&Young, 2017



Gráf. 1: Actividad global PE 2000-2016 Fuente: Preqin,



Organigrama 1: Estructura Típica de un fondo de Private Equity Fuente: Investopedia, Sin Fecha

Private Equity	Deuda Privada	Inmobiliario	Infraestructura	Recursos Naturales
Buyout	Direct Lending	Private Equity Inmobiliario	Infraestructura	Energía
Venture Capital	Distressed Debt			Agricultura
Growth	Mezzanine			Minerales
Turnaround	Situaciones Especiales			Timberland
Otros	Venture Debt			Agua
Secondaries		Secondaries		
Fondo de Fondos	Fondo de Fondos	Fondo de Fondos	Fondo de Fondos	Fondo de Fondos

Tabla 2: Tipos de Estrategia en Private Equity Fuente: Preqin, 2016

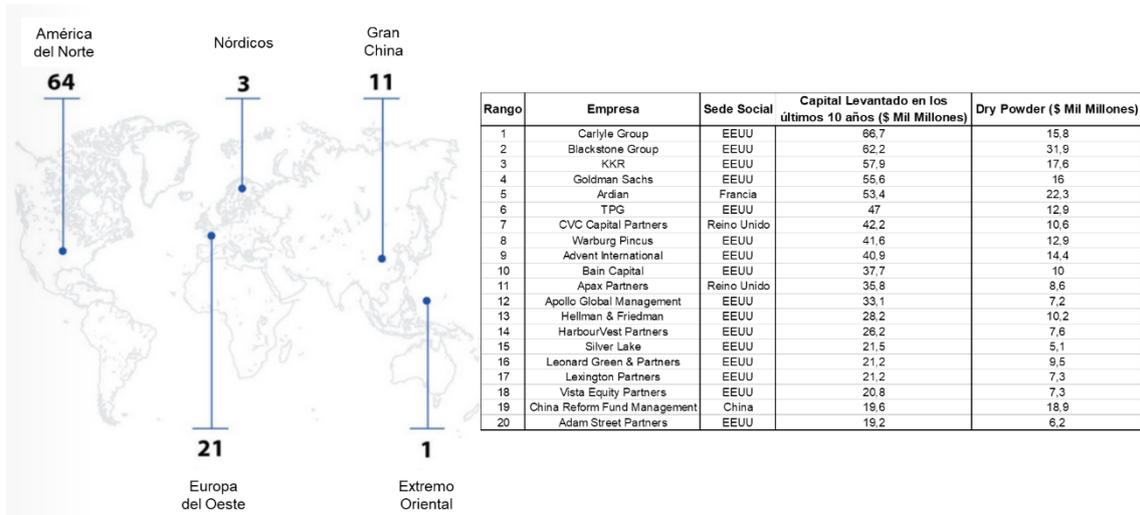
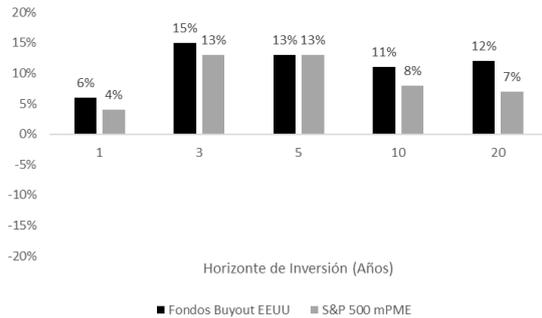


Tabla 3: Mejores Fondos per tamaño y geografía Fuente: Preqin, 2016

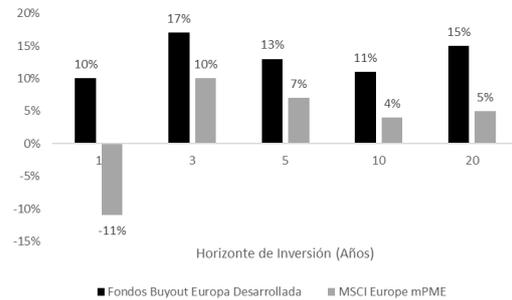
Estados Unidos

End-to-end pooled IRR (a día de Junio 2016)



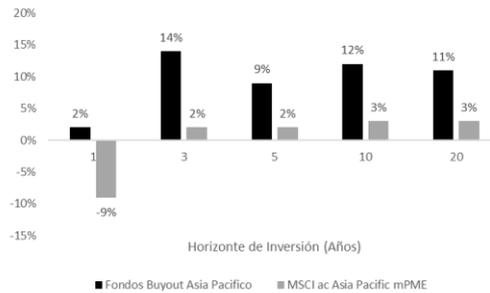
Europa

End-to-end pooled IRR (a día de Junio 2016)



Asia Pacifico

End-to-end pooled IRR (a día de Junio 2016)



Gráf. 2: Desempeño de los fondos de Private Equity en comparación a mercados públicos Fuente: Preqin, 2017

Anexo 2: Covenants

Lockup: Una provisión en el acuerdo de suscripción entre uno o todos los accionistas existentes que prohíbe la venta de acciones antes de una fecha determinada.

Permitted Transfer: La permisión por parte de un fondo de realizar transferes de acciones sin tanteo en favor de los otros accionistas. Los tipos de *Permitted Transfer* suelen variar en función del tipo de acción (preferente u ordinaria).

Redemption Right: Derecho de forzar la compañía a comprar las acciones (Un “*put*”). Un derecho de redención autoriza un accionista a liquidar la inversión en el caso de que una salida a bolsa o de una fusión pública se convierte en inesperada.

Tag-along Rights: Una cláusula de protección del accionista minoritario que le da derecho a incluir sus acciones en la venta de cualquier control y al precio ofrecido (derecho de co-venta).

Drag-along Rights: Un derecho de un accionista mayoritario obligando el accionista minoritario cuyas acciones están vinculadas en el acuerdo, a vender sus acciones si el mayorista desea vender las suyas.

Right of First Refusal: Obligación negociada por parte de la compañía o de los inversores de ofrecer acciones a alguien a valor de mercado o a precio negociado antes de vender a nuevos inversores (derecho de redención).

Exit Ratchet: Un *Exit Ratchet* esta utilizado para ajustar las proporciones respectivas que un fondo y los *insiders* reciben dependiendo del rendimiento o durante una salida. Esta cláusula se utiliza principalmente para proveer incentivos adicionales a los managers para repartir rendimientos altos a los inversores.