



Facultad de Derecho y Empresariales, ICADE

# **EL ROL DEL CAPITAL PRIVADO EN LA ECONOMIA Y EN EL MERCADO ACTUAL Y LAS TENDENCIAS DE FUTURO**

Autor: Gonzalo Carranza Vallejo-Nágera

Director: David Pérez Renovales

*Resumen:*

En este ensayo exploramos el mundo del capital privado junto con su evolución histórica y como se espera que evolucione en el futuro cercano concluyendo con cómo deben cambiar sus enfoques estratégicos para generar aun mayor beneficio para los inversores de los fondos. El trabajo analiza el concepto del *Impact Investing* o valor compartido y su aplicabilidad en el mundo de Capital Privado.

Encontramos que la edad de oro del Capital Privado se disfrutó entre los años 2000 y 2008 con MOICs (*Multiple on invested capital*, el múltiplo entre beneficios sobre capital invertido) en máximos históricos. Podemos ver que, aunque la industria del Capital Privado mantiene la capacidad de atraer cada vez más capitales (gracias al entorno de bajísimos tipos de interés y de bajas rentabilidades de los activos), todavía no ha conseguido llegar al promedio MOIC logrados en los años precrisis financiera debido a factores como la mayor competencia entre empresas gestoras de Capital Privado, precios más regulados, requisitos más exigentes de los inversores y aun cada vez menor número de inversiones disponibles en el mercado con precios razonables. Evaluamos las razones de estos resultados y las respuestas que presentan las firmas de inversión para combatir estos nuevos problemas.

Adicionalmente, encontramos que los sectores más populares para invertir en Capital privado son manufacturas, productos de y tecnología. Estas industrias proporcionan además oportunidades relevantes para contribuir a la mejora social con posibles impactos en educación, la generación de empleo, la mejora de la eficiencia en el uso de la energía y la disminución de efectos negativos medioambientales.

Analizamos la compatibilidad entre la generación de beneficios financieros y la resolución de problemas sociales de forma que una inversión pueda crear mayor valor para los inversores de un fondo de *Private Equity* cuando la estrategia inversora tiene en cuenta además objetivos sociales. Encontramos que, en los últimos años, varios pioneros de este tipo de inversión han conseguido mejores TIR y MOIC en sus inversiones que las del resto del mercado demostrando la capacidad de generación de valor de una estrategia que conlleve un objetivo de creación de valor compartido social.

Las oportunidades de inversión que combinan objetivos de rentabilidad financiera y creación de valor social suelen acceder a retornos superiores, ya que disminuyen los riesgos reputacionales o incidentes de impacto público, y suelen aparejar el desarrollo de empresas sostenibles, no solo centradas en la obtención de beneficios a corto plazo, sino en la creación de valor superior, con equipos de personas preparadas, una red logística extensiva, una infraestructura energética suficiente y otros activos y factores que acaban incrementando el Enterprise Value y la capacidad de generación de beneficios.

*Executive Summary:*

*In this exercise we explore de Private Equity industry, its historical evolution and how the markets forecast the behaviour of the industry in the coming future concluding with how the industry must focus their investments strategies in order to achieve higher returns for their investors than those currently experienced. The project will analyse the concept of Impact Investing, also called shared value, and its capabilities within the Private Equity environment.*

*The analysis explores the golden age of Private equity, experienced during the early two thousand (2000 – 2008) up to the global financial crisis where continuously high MOICs (multiples on invested capital) were achieved by the industry. We then explore the reasons for the industries incapacity to recover these levels of profits post global crisis even though fund size is increasing and equity available is abundant even though other factors such as increased competition, price regulation, increase in requirements from the investors and the scarcity of under-priced investments presenting opportunity create difficulties in the sector. We continue evaluating the strategic response presented by the firms in order to combat these new obstacles.*

*Additionally, we find that the most sought-after investments in the Private Equity world include manufacturing, consumer products and technology. These industries provide great promise with initiatives directly influencing society and creating opportunities for shared value creation in areas such as increased employment, energy efficiency and decreased environmental disasters.*

*Furthermore, we analyse the compatibility between generation of financial returns and Impact Investing seeking value creation for society where an investment provides a greater valuation, and therefore higher returns, if the strategy implemented contains a social focus. Results show that in the recent past, various pioneering Private Equity firms experimenting with this idea of investments with social objectives have achieved the same and even higher MOIC and IRR values than the rest of the market demonstrating the opportunities available for value creation when strategies focus on resolving social issues.*

*The opportunities presented by strategies which consolidate financial objectives and social objectives promise higher returns than those who focus solely on financial returns. This is due to the decreased reputational risk and operational risks as well as a long-term focused strategy optimising value creation where the company boasts an experienced work force, an extensive logistical grid, an energy distribution infrastructure and many other assets, thus creating higher enterprise values reciprocating in higher MOIC and IRR.*

## Índice

<i>Resumen</i> .....	1
<i>Executive Summary</i> .....	2
<b>Introducción</b> .....	<b>4</b>
Justificación del interés a la cuestión .....	4
Objetivos del trabajo .....	5
Estructura y Metodología .....	5
Definiciones .....	6
<b>¿Qué es el Capital Privado?</b> .....	<b>7</b>
Estructura de la empresa: .....	8
Vida de la inversión: .....	10
Impacto por parte de la empresa de Capital Privado:.....	13
<b>Tendencias de Inversión</b> .....	<b>16</b>
Tendencias de inversión históricas:.....	16
Inversión a futuro: .....	21
I. Estrategia de inversión a futuro:.....	21
II. Tendencias de inversión a futuro: .....	25
<b>El Impact Investing / Shared Value Creation</b> .....	<b>29</b>
La mentalidad Capitalista actual y los cambios necesarios según Michael Porter (Michael E. Porter, 2011) .....	29
La adaptación y consolidación con el Capital Privado y las tendencias pronosticadas .....	35
<b>Conclusiones</b> .....	<b>41</b>
<b>Bibliografía</b> .....	<b>42</b>

## **Introducción**

### Justificación del interés a la cuestión

Mi interés en la cuestión objeto de este trabajo viene por el riesgo de caída de la reputación e imagen que pueden sufrir las empresas de Capital Privado si la sociedad percibe que las inversiones realizadas por estas entidades perjudican su estilo de vida y el interés común para beneficiar sólo a un pequeño número de inversores. En suma, que contribuyan a fortalecer la idea de que la población con el percentil más alto de riqueza genera sus beneficios a costa o en perjuicio del resto de la población. Esta percepción, sobre todo si es real, puede llegar a originar la regulación del mercado por parte de los estados, reduciendo la libertad de propiedad y movimiento de capital, desde un sistema de concepción capitalista hacia otro mucho más regulado y controlado. Varios expertos argumentan que este fenómeno supondría dar pasos atrás en el avance de la sociedad ya que la libertad y la propiedad privada fomentan la competencia e innovación entre empresas mejorando al conjunto de la ciudadanía.

Existen temores entre los inversores de que la incorporación de objetivos de creación de valor social junto a la generación de beneficios financieros de la propia inversión juegue en detrimento del potencial de los últimos, lo que va en contra de los parámetros de inversión que se siguen todavía de manera general a día de hoy.

No obstante, existen cada vez más entidades que van incorporando nuevos métodos y estrategias para promover también progresos sociales a través de las inversiones que realizan, manteniendo los objetivos de rentabilidad para los accionistas. Estas entidades se van dando con más frecuencia en el capital riesgo o *Venture Capital*, y debería extenderse más por el Private Equity, y son la falta de información y el desconocimiento sobre la compatibilidad de ambos objetivos lo que genera más aversión hacia estas estrategias.

Este ensayo se dedicará a explicar la teoría que soporta el que las inversiones con objetivos sociales además de los objetivos financieros tienen un potencial de crear mayores beneficios para los inversores. La estrategia de inversión puede simultáneamente crear beneficios financieros y mejorar la sociedad sin necesitar grandes cambios, solo repensar la estrategia de inversión.

### Objetivos del trabajo

Este proyecto analizará el posible impacto que puede tener el Capital Privado en la sociedad. Para esto intentaremos explorar tres áreas. La primera es la definición y explicación del funcionamiento, estrategia y participantes de una empresa de Capital Privado. El segundo objetivo sería analizar los resultados y tendencias históricas que se han venido produciendo en el sector y como se puede esperar que evolucione la industria en el futuro cercano. Finalmente explicaremos la compatibilidad entre una inversión lucrativa y una inversión con objetivos sociales y el potencial de generación de beneficios superiores de una estrategia que combine los dos conceptos correctamente.

### Estructura y Metodología

El ensayo estará separado en tres secciones dedicadas a resolver los objetivos definidos en el apartado anterior. La primera sección se dedicará a explicar lo que es una firma de capital privado analizando la estructura de inversores y su control, definiendo su capacidad de decisión sobre las estrategias que se definan. Se describe a continuación la vida de cada inversión desde que se recaudan los fondos e inversiones hasta la desinversión total de los activos, los distintos métodos de desinversión y el interés de cada una de las alternativas. Esta sección concluye evaluando los impactos que puede tener una inversión, en otras palabras, como influye la firma inversora adquirente (la empresa de Capital Privado) en la empresa adquirida en la que invierte. Estos impactos abarcan desde cambios financieros estructurales hasta la innovación en áreas operacionales para mejorar la eficiencia de la empresa con el objetivo de obtener valoraciones superiores a partir de una capacidad superior de generar beneficios para los inversores y la firma.

En la segunda sección analizaremos el entorno del capital privado de dos aspectos. Por un lado, analizaremos los resultados históricos de la industria del Capital Privado y sus tendencias para después explorar las expectativas futuras del sector en los próximos años. Para ello utilizaremos varias fuentes y combinaremos sus conclusiones en la búsqueda de nuestras propias conclusiones. Los factores analizados englobarán el área del Capital Privado observando las cantidades invertidas, el número de inversiones y su evolución histórica. Además de estos, visualizaremos los múltiplos de inversión y desinversión para observar las oportunidades creadas y si la industria evoluciona para generar mayores beneficios o si la estrategia es constante con los mismos objetivos.

En el segundo apartado de la segunda sección investigaremos las expectativas y tendencias esperadas del mercado en el futuro cercano basado en fuentes fiables como pueden ser bancos, asesoras y centros de investigación. El propósito de este apartado será la búsqueda de las industrias y países más populares para invertir, las razones por

los múltiplos registrados y la evolución del mercado en términos de competencia, acceso a inversiones y disponibilidad de información.

El tercer apartado se dedicará a explicar la rentabilidad y posibilidad de generar beneficios superiores aplicando estrategias que generen valor social, en otras palabras, explicar que aquellas inversiones llevadas a cabo teniendo en cuenta objetivos que mejoren la sociedad tienen potencial de generar mayores beneficios que las que no lo hacen. Esto se verá tras un análisis de estudios presentados por Michael E. Porter y Mark R. Kramer (profesores de Harvard) sobre sus artículos de *Shared Value Creation* y *Rethinking Capitalism*. Estos artículos explicarán las razones por las que las inversiones sociales crean un mayor valor mayor añadido. Este apartado será elaborado en una sección dedicada a combinar las ideas exploradas en la primera parte del apartado en el entorno del Capital Privado junto con ejemplos reales y posibles escenarios apoyando la cuestión propuesta.

El ensayo será cerrado con una corta conclusión englobando los puntos clave del estudio

#### Definiciones

- 1) Private Equity ('PE', 'Capital Privado' o 'CP'): Aquellas firmas con estrategias de inversión en el capital de empresas no cotizadas. Dichas inversiones se suelen realizar con apalancamiento para maximizar el retorno de la inversión.
- 2) LBO (Leverage Buy Out): Estilo de inversión basado en compras apalancadas
- 3) Venture Capital: ('VC' o 'Capital Riesgo'): Firmas con estrategias de inversión en empresas emergentes similares al Capital Privado, normalmente de menor tamaño y menos maduras que las empresas de Private Equity.
- 4) Enterprise Value ('EV'): Valor de la empresa incluyendo deuda y equity, o valor del negocio de la empresa
- 5) General Partner ('GP'): El equipo gestor del portfolio/fondo de la firma de Capital Privado
- 6) Limited Partner ('LP'): Inversor partícipe en el fondo, que además, pueden tener oportunidades de co-invertir en las inversiones que haga el fondo con posibilidad de generar beneficios adicionales
- 7) Shared Value ('SV' o 'Impact Investing'): Valor creado en la inversión con impactos positivos en la sociedad donde los beneficios son aprovechados por los inversores y la sociedad.

## ¿Qué es el Capital Privado?

El Private Equity (“PE” o “CP”), también conocido como el Capital Privado, es lo que se entiende en general como inversiones en el capital de empresas no cotizadas, que normalmente lo hacen fondos especializados en tales inversiones, o inversores institucionales (cías de seguros, fondos de pensiones, etc.) y que, que a la hora de invertir, pueden hacer directamente en el capital de una empresa, o constituyen un vehículo (también conocido como SPV o ‘*Special Purpose Vehicle*’) y que pueden apalancarse con deudo o no, que sería referido como un LBO (compra apalancada o ‘*Leverage Buyout*’).

Un LBO consiste en adquirir una empresa usando poca cantidad de equity de la empresa y financiando el resto de la transacción con un volumen más o menos alto de deuda. Normalmente, la PE adquiere un porcentaje suficiente para conseguir control sobre la empresa y poder intervenir en la gestión de dicha empresa. Una vez adquirida, la PE intenta mejorar de alguna manera la gestión de la empresa comprada y usar los flujos de caja anuales para repagar la deuda usada en el momento de la compra inicial. En un proceso típico el repago de la deuda tarda unos años y una vez completa la PE intenta desinvertir en la empresa de varias formas. El objetivo es vender la empresa por un valor del equity por el que la PE solo pago una facción durante la compra inicial.

Un ejemplo extremadamente simplificado para la descripción de un LBO, digamos que el PE ABC quiere adquirir la empresa XYZ. XYZ tiene un *Enterprise Value* (“EV”) de \$100M y esta 60% apalancado. ABC quiere comprar XYZ y tiene que pagar \$40M por el equity para quedarse con el control de la empresa, y utiliza un 25% de equity sacado de su fondo y se apalanca para el otro 75%. ABC paga por XYZ un valor de \$40M (\$10M de equity y \$30M de deuda). XYZ tiene un beneficio neto anual de \$10M, y ya que ABC es el propietario de la empresa y asumiendo que no ha invertido dinero adicional ni ha hecho cambios a la empresa para mejorarla de cualquier forma, dedica los beneficios a ser dividendos a sus accionistas (que es ABC) y los usan para repagar la deuda que usaron para comprar el equity de XYZ. En 3 años, ABC ha usado los beneficios de XYZ para repagar su deuda y ahora posee una empresa que tiene un valor de \$100M con una deuda de 60%, entonces puede vender la empresa por \$40M. Asumiendo de ABC vende la empresa por un EV de \$100M con su deuda de 60%, recibirán \$40M por el equity. En conclusión, el PE ABC ha conseguido vender un activo por \$40M cuando solo le costó \$10M de equity, llegando a un múltiplo de 4x en tres años. Aunque este ejemplo está muy simplificado, y dentro de un proceso de LBO existen muchísimos factores adicionales, el concepto básico esta descrito.

Jensen (Steven N. Kaplan, 2009) describía una compañía de capital privado como una compañía que combina control de la propiedad de la empresa, altos incentivos para los profesionales de la empresa para el alineamiento de intereses con la propiedad, y una organización sencilla, eficiente, con unos costes administrativos de gestión

mínimos. Además de estas, la PE introduce esquemas retributivos a los gestores basado en resultados, estructuras de capitalización altamente apalancadas, y una gobernanza corporativa activa que permite acceder a mayores beneficios sobre las inversiones iniciales requeridas. En sus palabras:

*“He argued that the private equity firm itself combined concentrated ownership stakes in its portfolio companies, high-powered incentives for the private equity firm professionals, and a lean, efficient organization with minimal overhead costs. The private equity firm then applied performance-based managerial compensation, highly leveraged capital structures and active governance to the companies in which it invested in.”*

Una empresa de PE suele estar integrada por un grupo pequeño de inversores, normalmente con experiencia en banca de inversión y, si la PE está enfocada en ciertas industrias, con pericia en las industrias adecuadas. Originalmente, estas entidades de Capital Privado solían estar construidas por equipos pequeños de alrededor de 10-20 empleados, aunque a lo largo de los años y con el crecimiento de este sector de inversión, grandes empresas como KKR, Carlyle y Blackstone han crecido a tamaños mucho mayores, hasta llegar a construir grandes grupos financieros con presencia e inversiones en todo el mundo.

Una empresa de Capital Privado (PE) suele tener varios fondos donde inversores externos invierten en ellos y la PE gestiona cómo se invierte ese dinero, qué tipo de empresas comprar, en qué industrias, cómo crecer orgánica o inorgánicamente, etc. La vida de un fondo es finita, y suele durar unos diez años, aunque dependiendo de sus compromisos y condiciones de inversión existen casos donde hay extensiones del periodo. Los diez años suelen estar separados en dos partes, los primeros cinco años están dedicados a la inversión del capital de los fondos creando un porfolio de compras que construyen el vintage de ese fondo. Los siguientes cinco años (y cualquier año adicional que se extienda) está dedicados a la creación de valor adicional y la recuperación de ese capital a través de la desinversión del activo. Las desinversiones se pueden hacer de varias formas que exploraremos más tarde.

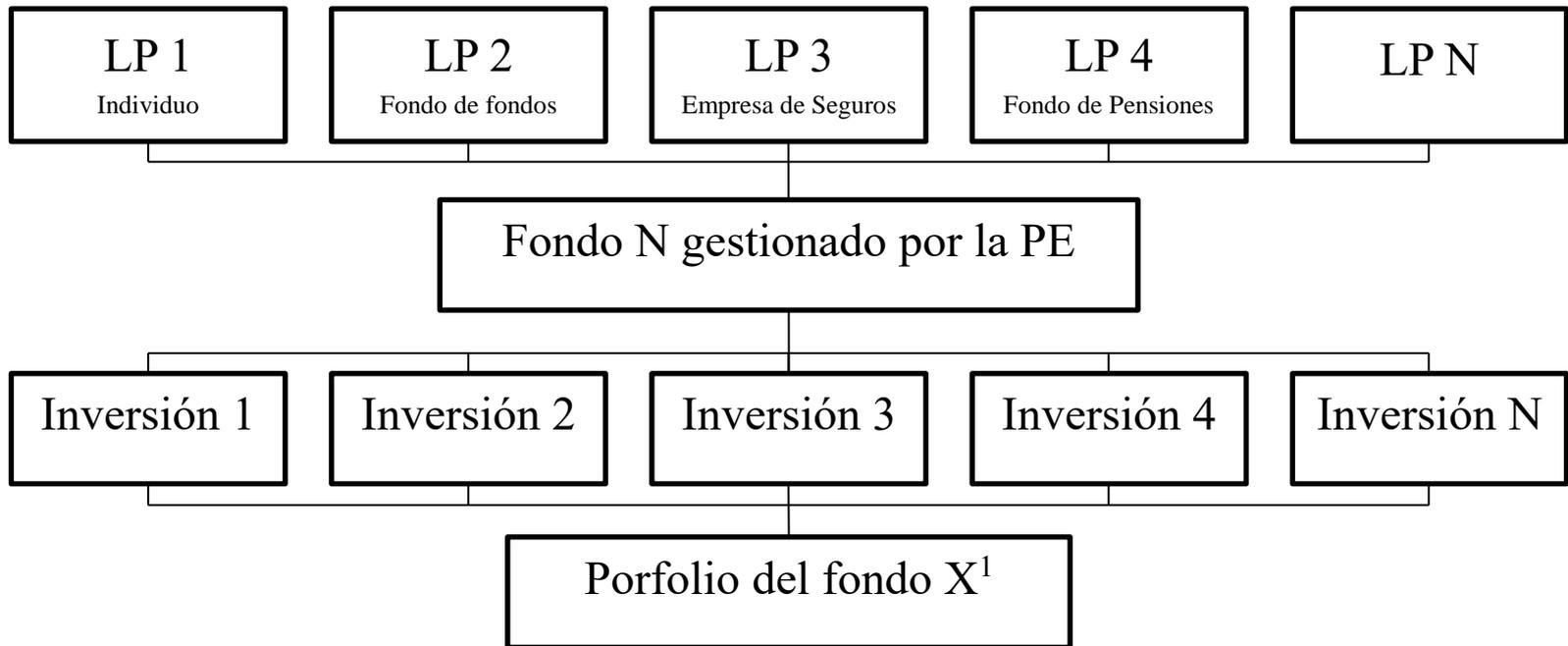
#### Estructura de la empresa:

Una empresa de Capital Privado comienza su actividad con la creación de un fondo, el cual normalmente tiene un límite de importe que dependerá del tamaño de las empresas en las que pretende invertir, los tipos de inversiones que busca hacer, los países y mercados en los que va a focalizar las inversiones, etc. Por ejemplo, una PE enfocada en el mercado de empresas pequeñas y medianas en España no tendrá que recaudar tantos fondos como otra PE que busca invertir en grandes instituciones en toda Europa. Una vez definido el volumen objetivo

del fondo y el número aproximado de inversiones/empresas en las que esperan invertir, los inversores se que participen en el mismo se comprometen a invertir el dinero acordado al principio o durante la vida del fondo, y tendrán que desembolsarlo que se han comprometido a invertir cuando los gestores del fondo se lo vayan solicitando (*'Capital Calls'*) a medida que se vayan materializando las inversiones. Normalmente la estructura de estos fondos sigue un modelo de control/responsabilidad limitada por parte de los inversores. Los inversores son denominados como *Limited Partners* (“LP”) y el PE como *General Partner* (“GP”).

Los LPs contribuyen la gran mayoría del capital al fondo y el GP pone un pequeño porcentaje, con el objetivo de alinear los intereses entre el fondo, sus gestores y sus inversores. Los LPs normalmente son inversores institucionales, como fondos de pensiones, fundaciones, otros PE más pequeños, fondos de fondos, compañías de seguros e individuos con grandes patrimonios (*'Family offices'*). El GP gestiona el fondo invirtiendo en varias empresas que sean aceptadas por el equipo de inversión y que encajen en sus criterios de inversión, y que al final constituyen el portfolio o la cartera del fondo. Los LPs no suelen tener mucho poder sobre las inversiones que hace el GP con su dinero siempre que el GP se mantenga fiel a sus restricciones y convenios. Por ejemplo, una condición muy común en los fondos de PE suele ser el máximo porcentaje del fondo que puede ser invertido en una sola compañía/inversión, por ejemplo, ó no poder invertir más del 15% en una de las empresas del portfolio con el objetivo de mantener la diversificación de la cartera y minimizar el riesgo de pérdidas.

La estructura de una PE puede ser representada de la siguiente forma:



(1) Fondo X representa el porfolio creado en el momento, podría ser el primer fondo siendo Fondo 1, representa el ultimo fondo en creación por la PE

#### Vida de la inversión:

En un proceso de inversión típico de Capital Privado, la empresa se compromete a comprar una compañía, como ya explicamos en secciones anteriores, con financiación, normalmente distribuida entre 60% deuda y 40% capital del fondo, aunque puede distribuirse de la forma que el PE vea más conveniente, en función de la naturaleza del negocio adquirido y el potencial de apalancamiento den función de la regularidad del EBITDA pudiendo llegar a niveles de deuda del 90%. En el caso de que la empresa a comprar cotizas en bolsa, normalmente el PE deberá ofrecer una prima (de entre 15% y 50%) sobre el precio de cotización actual.

La deuda usada en la compra por parte del PE normalmente incluye varios tipos de instrumentos, distribuida en diferentes porcentajes sobre la deuda total de la adquisición. Estas deudas pueden ser combinaciones de deuda “senior” (que tiene preferencia en el rango del principal y en el pago de intereses, y por ello es considerada la más barata, aunque tiene menos flexibilidad), deuda subordinada (también considerada deuda “junior”, donde la PE tiene más flexibilidad con el repago ya que son pagadas después de la deuda senior, suele ser más cara por su carácter subordinados) y una rama de deuda subordinada llamada deuda “mezzanine” (una deuda junior con alta flexibilidad que, en el caso de impago, se pueden llegar a convertir en acciones de la empresa, y con ello el banco prestador pasaría a poseer una participación de control equivalente al porcentaje que suponga la deuda convertida sobre el capital de la empresa).

Tras la compra de una empresa por parte de la PE, la PE, normalmente adquiere la mayoría en el capital, y con ello pasa a tener autoridad sobre decisiones operacionales de la empresa, a través de una posición mayoritaria de integrantes del consejo de administración. Además, desde esa posición, suele tomar decisiones sobre la gerencia de la empresa y sus participantes directivos (CEO, CFO, CMO, COO...), designando a personas de su confianza en puestos claves de la empresa con el objeto de que la gestión se alinee con la propiedad para tratar de maximizar el beneficio de la empresa e intentar incrementar su valoración. Los nuevos empleados que cubran estos puestos suelen traer altos niveles de experiencia tras trabajar en empresas en la misma industria que usualmente han pasado procesos de crecimiento similares al que ha planeado la PE para facilitar la implementación de nuevos objetivos y ayudar la fluidez del crecimiento empresarial.

Como ya hemos mencionado, los fondos gestionados por los GP tienen fecha de vencimiento, normalmente abarcando diez años con la posible extensión dependiendo de las condiciones propuestas en los contratos. Una

vez que la PE crea haber repagado la deuda o incrementado el valor de la inversión a un nivel que satisfaga sus objetivos se plantea el proceso de desinversión (este punto decisivo depende de cada GP y de cada inversión ya que son decisiones personalizadas a la inversión y su rendimiento). Existen varios métodos de desinversión, los principales siguen el siguiente patrón:

- **Bancarrota:** cuando la inversión ha fallado en su objetivo de poder repagar la deuda y se declara quiebra donde la empresa se disuelve
- **IPO** (*Initial Public Offering*): la GP saca a bolsa la empresa y pasa a ser cotizada
- Venta a un **comprador estratégico:** la venta a un comprador que se puede beneficiar de la empresa mejorada para, a su vez, mejorar su posición. Por ejemplo, el comprador puede tener interés en mejorar su propia empresa comprando la nueva para conseguir sinergias de costes, de economías de escala, para ampliar mercados o incluso para eliminar un competidor y alcanzar una posición relevante en el mercado.
- **Secondary Buyout:** Donde una PE vende su inversión a otra institución financiera o PE
- **Management Buyout:** compra por parte del equipo gestor de la empresa

El tiempo bajo gestión también varía, dependiendo de los requisitos del gestor (el GP) y del éxito de la inversión. En la siguiente tabla (Tabla 1) podemos observar datos históricos representando la popularidad de cada método de desinversión y la cantidad de tiempo en el que tardaron en realizar los requisitos necesarios para que la PE decida desinvertir.

**Tabla 1**

**Métodos de desinversión por parte de Private Equity del 1970-2007**

<b>Año de inversión</b>	<b>1970 - 1984</b>	<b>1985 - 1989</b>	<b>1990 - 1994</b>	<b>1995 - 1999</b>	<b>2000 - 2002</b>	<b>2003 - 2005</b>	<b>2006 - 2007</b>
<b>Método de Desinversión</b>							
Bancarrota	7%	6%	5%	8%	6%	3%	3%
IPO	28%	25%	23%	11%	9%	11%	1%
Comprador Estratégico	31%	35%	38%	40%	37%	40%	35%
<i>Secondary Buyout</i>	5%	13%	17%	23%	31%	31%	17%
<i>LBO backed firm</i>	2%	3%	3%	5%	6%	7%	19%
<i>Management buyout</i>	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%
<i>Otros</i>	25%	18%	12%	11%	10%	7%	24%
<b>% de desinversiones en:</b>							
24 meses	14%	12%	14%	13%	9%	13%	
60 meses	47%	40%	53%	41%	40%		
72 meses	53%	48%	63%	49%	49%		
84 meses	61%	58%	70%	56%	55%		
120 meses	70%	75%	82%	73%			

(Josh Lerner A. S., 2007) (Stromberg, 2008)

Como podemos ver en la Tabla 1, la popularidad de cada método de desinversión ha cambiado mucho durante el tiempo. Así observamos cómo la opción de las salidas a bolsa ha decaído en popularidad mientras que una compra/venta “secundaria” (a otro inversor o a un comprador estratégico) se ha erigido como una opción estratégica de desinversión viable y mucho más frecuente.

Durante la vida del fondo, el GP consigue beneficios de tres maneras diferentes. La primera es a través de sus comisiones anuales de gestión, normalmente dependiendo de los porcentajes del capital del fondo que han sido invertidos. La segunda viene a través de un porcentaje del precio de venta una vez que la PE desinvierte en cada una de sus empresas, o un porcentaje de las ganancias totales una vez que el fondo se cierre al desinvertir todo el portafolio. La tercera fuente de ganancias viene de una comisión adicional a las empresas que adquieren por los servicios de monitorización por parte del GP durante la vida de la inversión.

Un ejemplo de las posibles ganancias de un fondo puede seguir el siguiente patrón. Pongamos que la PE ABC recauda 500 millones de euros en uno de sus fondos, para invertir en empresas no cotizadas, y entre las

condiciones del fondo está el cobro de una comisión del 2% anual sobre el patrimonio del fondo comprometido (desembolsado y no desembolsado), lo que significa que la PE cobraría 10 millones de euros anuales por este concepto. Estas comisiones estarían sujetas a que, durante la vida del fondo, las inversiones realizadas reducirían el capital no invertido que, en consecuencia, reduciría la cantidad de la comisión durante los años. Supongamos además que ABC consigue un múltiplo de 2.5x tras la desinversión completa de su porfolio al cierre del fondo a los 10 años desde su creación, de forma que llega a 1250 millones de euros de valoración, ganando 750 millones de euros sobre el patrimonio inicial comprometido, y que la PE cobra un 20% sobre las ganancias obtenidas, que, en consecuencia, se traduciría en unos beneficios de 150 millones. Asumiendo que la PE ABC no cobra comisión por sus servicios de monitoreo a sus inversiones con el objetivo de dirigir su caja hacia el repago de la deuda de sus inversiones, ABC habría ganado 250 millones de euros (150 más 10 anuales durante los 10 años de vida del fondo). A este beneficio se le añade el obtenido por el GP por su propia participación como inversor del fondo.

#### Impacto por parte de la empresa de Capital Privado:

¿Qué aportan las empresas de Capital Privado a sus inversiones una vez adquiridas? Esta pregunta ha sido muy debatida por expertos ya que se plantea la utilidad de la inversión de cara a la PE y de cara a la inversión misma, a la empresa adquirida, si las PE crean valor para sus inversiones o sólo abusan de las ventajas fiscales que tienen al comprar un activo con altos niveles de apalancamiento o por las posibles ganancias obtenidas a partir de las pérdidas de otros. En el siguiente apartado exploraremos diferentes puntos de vista de cómo es la relación entre la PE y su inversión y si la creación de valor es mutua o unilateral.

El primero punto de vista es que una PE contribuye de forma favorable a sus inversiones dependiendo de los requisitos o características de su participación o intervención, normalmente separadas en ayudas financieras, direccionales y operacionales. Las ayudas financieras pueden ser implementadas de formas diferentes para obtener beneficios o imponer presión sobre la inversión. Un método de ayuda financiera es que la PE ofrece al equipo gestor altos incentivos a través de acciones de la empresa. De esta manera se consigue alinear al equipo de gestión y sus objetivos con los de la PE, ya que se benefician del incremento de beneficios y de la mayor valoración de las acciones. Del mismo modo, ese incentivo en forma de acciones de la compañía suele constituir una parte importante del patrimonio de los directivos de la empresa, aunque sea un pequeño porcentaje de la compañía. Por eso, para los gestores, supone un riesgo relevante el que la compañía vaya bien o mal, que incremente o no su valoración, por lo que la alineación con los intereses del PE accionista es clara. Además, al tratarse de compañías no cotizadas, las acciones son consideradas ilíquidas, y no es posible deshacerse de ellas fácilmente, lo que evita posibles tentaciones de incrementar el valor al corto plazo y generar un beneficio rápido,

lo cual, a su vez, alinea los incentivos del PE con el equipo de dirección aún más, al tener ambas partes un horizonte de inversión similar.

Otro aspecto financiero viene a través de el apalancamiento que se ha utilizado en la compra de la empresa. Este apalancamiento pone presión sobre el equipo gestor para no despreciar ni dejar de cuidar o aprovechar ninguno de sus activos y gestionar los flujos de caja lo mejor posible para mantener los pagos de intereses y principal de acuerdo con las condiciones de la deuda.

La segunda contribución de parte del PE pertenece a la gestión activa de la empresa, ya que la PE toma las riendas de la empresa, de sus órganos de gobierno (Consejo de Administración), designa los principales integrantes del equipo gestor e implementa cambios necesarios para maximizar las posibilidades de consecución de su plan de crecimiento. Como la empresa es privada (no cotizada) la junta directiva (formada mayoritariamente por la PE) juega un papel mucho más activo en el momento de tomar decisiones significativas sobre la gestión que si se tratara de una empresa cotizada. La junta es pequeña y tiene los objetivos alineados lo que reduce el tiempo y la complejidad en la toma de decisiones. Acharya y Kehoe (Acharya, 2008) en sus investigaciones concluyeron que un tercio de los CEO de las empresas son remplazados en los primeros cien días tras la compra y que dos tercios son remplazados en los primeros cuatro años de gestión. Los cambios en el equipo gestor por parte de la junta directiva forman parte del plan de crecimiento diseñado con carácter previo a la compra por la PE, y suele tratarse de ejecutivos con experiencia en estrategias de crecimiento dentro de los sectores que correspondan y no es anormal que hayan tenido alguna relación profesional previa con la PE que los contrata.

La tercera contribución por parte de la PE aparece en la forma de *operational engineering* donde la PE aporta su experiencia de gestión de compañías participadas para el diseño e implementación del plan de crecimiento. La PE organiza sus portafolios de participadas por industrias y sectores, de manera que gestión, el diseño del plan de crecimiento y su seguimiento será llevada a cabo por un equipo dentro la PE que de alguna forma tenga experiencia en la industria o el sector al que pertenezca la compañía participada dentro de la cartera le PE. En las grandes empresas de Capital Privado es habitual que los fondos estén separados por industrias o sectores, gestionados en consecuencia por equipos especializados mientras que los PE más pequeños, que a su vez invierten en empresas pequeñas y medianas, no tengan equipos suficientemente numerosos como para especializarse por sectores, salvo que dirijan sus inversiones a uno o varios sectores concretos. Por ejemplo, Kainos Capital inc. con un enfoque exclusivo en el sector de la comida y consumidores, en los que muchos de los empleados e inversores tiene experiencia previa en esta industria. Su *Managing Partner* Andrew Rosen trabajo en la creación de U.S. Foods, una empresa que ahora cotiza y mantiene un valor de 7,600 millones de dólares. Otro ejemplo puede ser

WindRose Health Investors, una PE especializada en el sector de la sanidad donde muchos integrantes de su equipo de inversión, asesores y gestores han tenido alguna relación con la industria de la salud siendo doctores o trabajado previamente en la industria. El fundador del fondo, Curtis S. Lane, antes trabajo en otra PE especializado en el sector y ha traspasado sus conocimientos a la creación de WindRose Health Investors.

Muchos como Jensen y Kaplan (Jensen, 1989) (Kaplan, Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value, 1989) describen la estrategia perfecta para generar valor es a través de la implementación de los tres aspectos que acabamos de discutir, financiero, gestión y operacional. Pero este punto de vista no es compartido por todo el mundo, existen aquellos que opinan que estas estrategias solo representan un plan estratégico superficial que esconde las verdaderas estrategias que crean el valor, aquellas estrategias que perjudican otros miembros de la sociedad para el beneficio de pocos. Uno de estos puntos de vista es que las PE obtienen ganancias al gestionando costes, un punto muy verídico, pero se argumente que los PE buscan facilidad y lo consiguen mediante el despido de grandes equipos laborales. Este punto de vista es popular entre los anti-Capital Privado pero Kaplan y Stromberg (Steven N. Kaplan, 2009) concluyen en sus investigaciones que en el promedio de estas operaciones, en nivel de empleo incrementa, aunque sea a un ritmo menor que las industrias similares. Otro punto de critica suele ser el abuso de las ventajas fiscales ya que, al utilizarse muchas veces estrategias altamente apalancadas, se pueden obtener elevadas deducciones de impuestos. Estas deducciones pueden ser la razón principal de la compra de alguna empresa y, al ser la única razón, no generan ningún beneficio para la empresa en sí. De todos modos, Kaplan y Stromberg discuten el peso que realmente significa este argumento y concluyen que es difícil determinar con precisión las ventajas y ganancias que conlleva esta opción.

## Tendencias de Inversión

En este apartado analizaremos las tendencias de inversión de las empresas de Capital Privado en el pasado y hacia donde creemos que va la industria en el futuro cercano.

### Tendencias de inversión históricas:

Harris, Jenkinson y Kaplan (Robert S. Harris, 2014), en su estudio “*Private Equity Performance: what do we know?*” exploran varias realidades del mundo del capital privado, basándose mayoritariamente sobre datos recaudados de la base de datos Burgiss analizando los años del 1984-2008. Los datos, presentados en la tabla 2, representan los promedios por año de cada una de sus categorías basados en la información recaudada por Burgiss en su estudio.

**Tabla 2**

### **TIR y Múltiplos de desinversión de empresas de Capital Riesgo recaudados por Burgiss (1984 – 2008)**

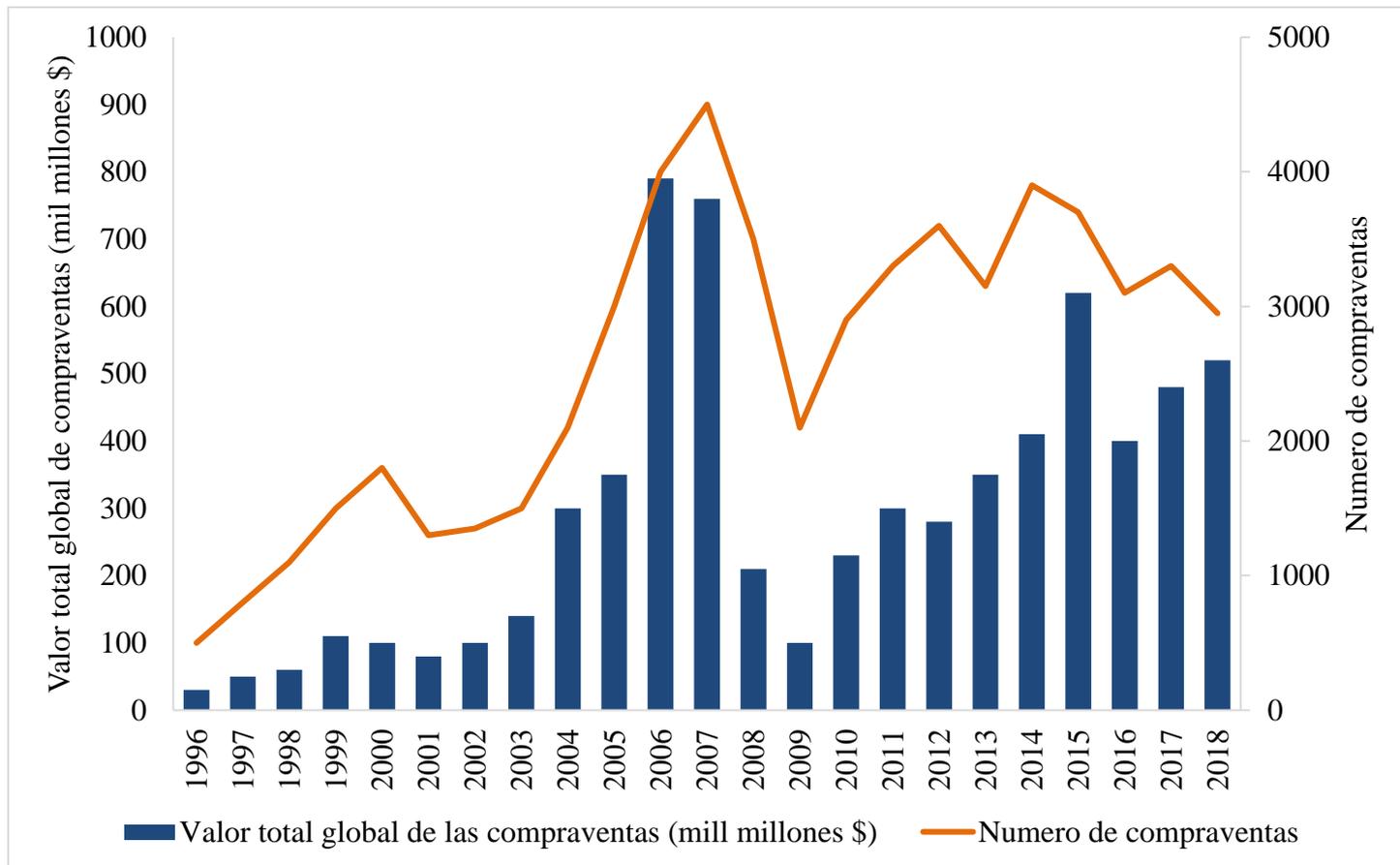
<b>Año</b>	<b>Numero de Fondos</b>	<b>% Promedio de inversiones completadas</b>	<b>Promedio TIR</b>	<b>Múltiplo Promedio</b>
1984	2	100,0%	10,6%	2,44x
1985	1	100,0%	13,7%	2,66x
1986	5	100,0%	13,6%	2,40x
1987	7	100,0%	17,3%	2,93x
1988	7	100,0%	14,4%	2,03x
1989	8	100,0%	20,6%	2,55x
1990	2	97,8%	31,9%	3,03x
1991	4	100,0%	25,7%	2,45x
1992	5	100,0%	11,2%	1,68x
1993	11	100,0%	31,0%	2,62x
1994	13	100,0%	29,6%	2,73x
1995	17	99,5%	20,9%	2,08x
1996	9	100,0%	6,0%	1,46x
1997	30	98,3%	8,6%	1,42x
1998	38	96,9%	6,4%	1,42x
1999	28	89,9%	3,3%	1,31x
2000	39	62,2%	12,7%	2,66x
2001	26	57,5%	13,7%	1,58x
2002	21	44,9%	16,1%	1,72x
2003	13	29,4%	19,5%	1,98x
2004	46	18,1%	12,8%	1,53x
2005	57	9,7%	6,8%	1,26x
2006	67	10,8%	2,6%	1,08x
2007	74	1,9%	3,7%	1,11x
2008	68	6,3%	3,2%	1,07x
<b>598 Total</b>		<b>72,93% Promedio</b>	<b>14,24% Promedio</b>	<b>1,97x Promedio</b>

(Robert S. Harris, 2014)

Estos datos, aunque estén compuestos por un pequeño porcentaje de la actividad total de PE en estos años, engloba la dirección y tendencias que siguió la industria del capital privado durante estos años. La tabla 2 junto al gráfico 1 construyen una buena imagen de la popularidad del PE en el pasado.

**Grafica 1**

**Variación de número de inversiones y valor de inversiones 1996 – 2018**



(Bain, 2019)

Analizando ambas fuentes podemos concluir que desde los años setenta y ochenta el PE ha ganado mucha popularidad en el mundo financiero empezando con pocas transacciones y subiendo a valores totales de \$800 mil millones en el año 2006.

Si comparamos los años desde 1996 hasta 2008 de la tabla 2 y el gráfico 1, podemos ver que siguen el mismo patrón aumentando la credibilidad de ambas fuentes. Del 1996-2000 se observa un incremento constante en el número de operaciones, y sufre una pequeña caída hasta el 2003, año a partir del que se incrementa de forma acelerada llegando a máximos históricos en 2006 y 2007.

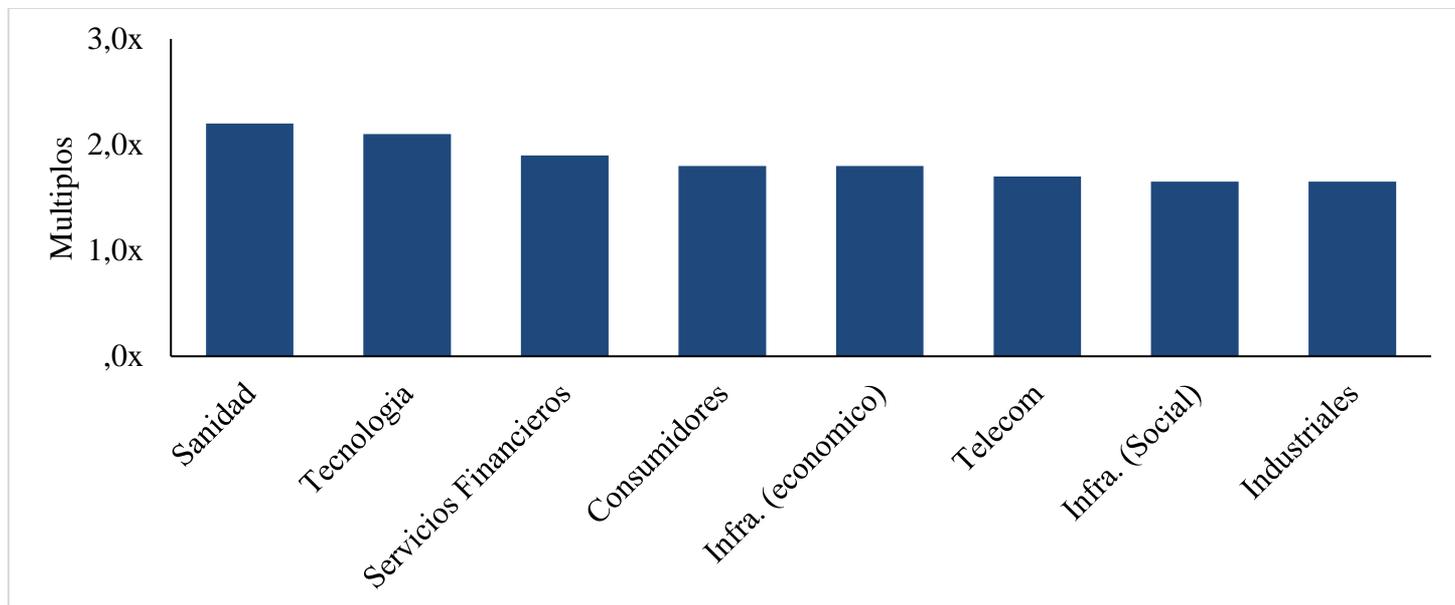
En el 2006 podemos observar un máximo de valor de las transacciones, y el valor total global de las compraventas, según Bain, llega alrededor de \$800 mil millones, dos veces más del máximo anterior logrado en el año 2000. El número de transacciones también se incrementa multiplicando valores históricos, con más de 4000 operaciones en el 2006, más de dos veces el máximo anterior también registrado en el año 2000.

La recesión del 2008 tuvo un gran impacto en la industria del PE, bajando el número de inversiones y reduciéndose la cantidad invertida aún más. Pero esta recesión creó una gran oportunidad para el Capital Privado ya que la bajada de precios y valoraciones, la inestabilidad del mercado y la necesidad de liquidez fomentó las oportunidades para comprar activos e incrementar su valor fácilmente. Las PE se aprovecharon de esta oportunidad y, teniendo en cuenta la ciclicidad de las recesiones (no parecía probable volver a sufrir otra en los próximos años) y sus enseñanzas después de la crisis mundial, consiguieron reactivar la maquinaria del PE rápidamente, volviendo a participar en unas 4.000 operaciones de inversión por valores totales de inversión que se acercan a los \$600 mil millones en el 2015.

La grafica 2 representa los fuertes múltiplos de ganancias en las industrias más populares del 2009-2015.

**Grafica 2**

**MOIC Bruto por sector de *Buyouts* Globales 2009-2015**



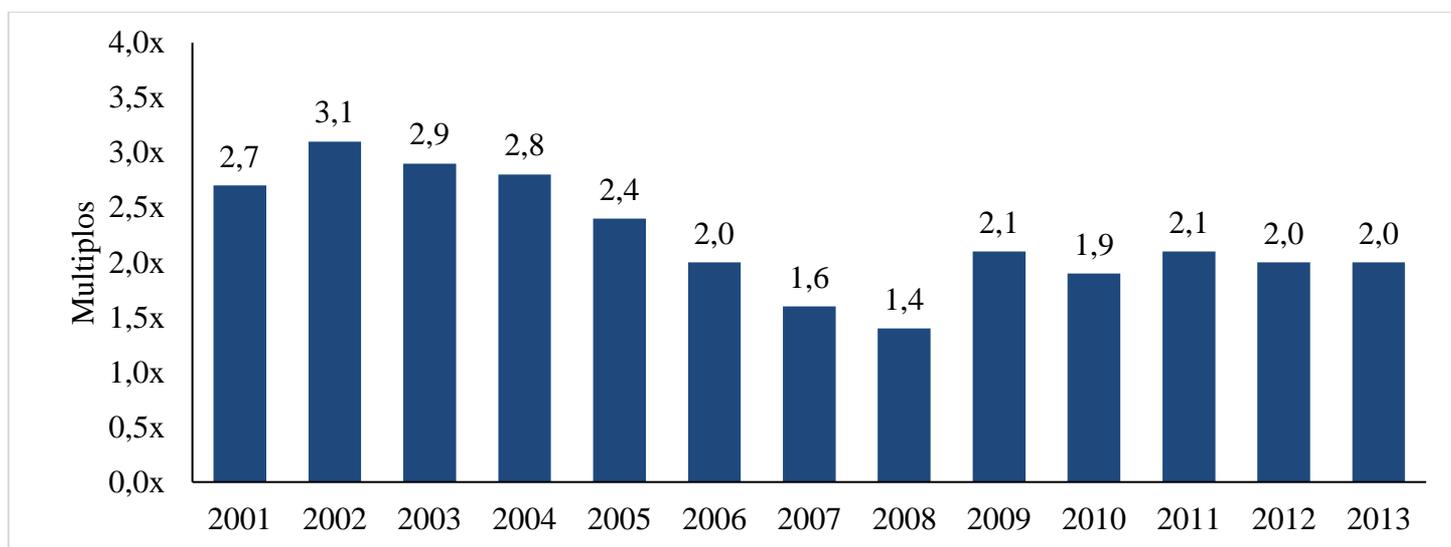
(Bain, 2019)

En el periodo post recesión, las PE encontraron la *Holy Trinity* de inversión de la época. Usando su experiencia y los nuevos aprendizajes debidos a la crisis financiera las industrias de sanidad y tecnología ofrecían una oportunidad de inversión con posibilidades de fuerte crecimiento, beneficios históricos superiores a otras industrias y características anticíclicas o proteccionistas frente a una posible recesión.

No obstante, aunque aún existen sectores con altos múltiplos y ganancias, y aunque la actividad del PE siga batiendo a los mercados públicos o empresas cotizadas, los beneficios procedentes a las transacciones de capital privado han perdido fuerza desde los años precrisis. La grafica 3 representa el MOIC bruto global debido a las compraventas del PE. El MOIC global bruto representa la media de los multiplicadores de valor invertido versus valor recibido en valor bruto de los datos a escala global.

**Gráfica 3**

**MOIC bruto global de la actividad de PE 2001-2013**



(Bain, 2019)

Como podemos ver en la gráfica 3, los niveles post 2008 nunca llegan a alcanzar aquellos alcanzados en la época precrisis. Aunque estos datos sean mucho mayores que aquellos presentados en la tabla 2 en los años respectivos, la caída de múltiplos de valor generado sí que está representada, con una caída del MOIC desde el 2001 hasta el 2008 donde caen de un 1.58x hasta un 1.07x.

Esta incapacidad de volver a conseguir los exitosos niveles de MOIC previamente alcanzados en la época precrisis puede ser debida a varios factores:

- 1) El primero factor es la madurez del mercado y la cantidad de competencia en el sector, que cuenta con muchos más participantes que tienen además más experiencia y requisitos para ejecutar adquisiciones junto a una mayor cantidad de capital disponible para construir los portafolios compitiendo por un mercado con inversiones y oportunidades limitadas. La demanda de oportunidades de inversión es mucho mayor que la oferta del mercado. Debido a este factor, los precios son mucho más exigentes y encontrar activos infravalorados óptimos para sus inversiones es más complicado que en los años precrisis.
- 2) El segundo factor tiene que ver con los bajos niveles de interés, y con ello el coste, de los préstamos bancarios. Esto permite a las PE poder realizar más compras al poder utilizar mayores niveles de deuda en sus adquisiciones y, con ello, menor equity creando mayor competencia por el limitado volumen de compras disponibles en el mercado.
- 3) Un tercer factor es la mayor accesibilidad a información del mercado. Este acceso a información ayuda a las PE a crear mejores valoraciones de empresa usando múltiplos comparables con transacciones similares del mercado e intentar modelar los flujos a futuro más eficientes y probables. Esto incrementa la competencia del mercado y crea precios más competitivos disminuyendo los MOIC.

Dicho eso, y a pesar de los múltiplos más exigentes en las adquisiciones, la confianza de los inversores en los fondos de PE no ha caído, sino que siguen cumpliendo las expectativas. Tras el estudio de Bain, 2019, acorde a una encuesta completada por Prequin Survey en el 2018, alrededor del 90% de los inversores están satisfechos con los resultados de sus inversiones y alrededor del 80% no han cambiado o han incrementado su confianza en el éxito de sus inversiones.

Para concluir, los fondos de PE mantienen un nivel sostenible de crecimiento. Altos niveles de competencia y el incremento de los precios de los activos contribuyen a la constricción del número de compraventas en la industria. El incremento de capital disponible a las PE sigue añadiendo presión sobre las PE para encontrar nuevas inversiones lucrativas, aunque esta presión significa que estamos entrando en un nuevo ciclo de inversión ya que muchas inversiones de PEs están en el proceso de desinversión y, con ello, se están abriendo las puertas al nuevo ciclo de recaudación de fondos para una nueva etapa de inversión. Además de estos puntos, Bain (2019) concluye que, aunque los últimos años han atravesado una etapa de alta volatilidad en los mercados públicos globales, las ganancias de las PE siguen superando a las ganancias de los mercados en el corto y largo plazo, aunque ambas industrias de inversión de capital (público y privado) no han llegado a los niveles de éxito registrados (en volúmenes y rentabilidades) durante los años precrisis.

## Inversión a futuro:

### I. Estrategia de inversión a futuro:

La expectativa común, presentada por PwC en su artículo “*Private Equity Trend Report 2019*”, es que el mercado de PE va a mejorar en 2019 y en el futuro basado en varios factores. Existen señales de confianza en el mercado debido a la afluencia de capital y realización de activos (inversiones en proceso de desinversión o desinvertidos). Estos dos factores concluyen que los gestores de las PE ven una subida en los mercados públicos en 2019, una tendencia con correlación positiva con el éxito de desinversión en el entorno del capital privado. Los factores principales que exploraremos para explicar las tendencias de inversión a futuro serán de competencia, posibilidades de financiación y entorno estratégico del PE.

Como ha sido comentado en el apartado anterior, la competencia en el mercado del PE es uno de los factores más influyentes hoy en día. Entre el año 2000 hasta el 2015 el número de empresas de PE pasaron de 1.453 a 3.530 en el mercado europeo, y se espera que esta trayectoria siga en tendencia creciente. En una encuesta promovida por PwC se vio que el 44% de los encuestados opinan que la competencia entre firmas de PE crecerá en el año 2019 comparado con el 2018.

Este incremento de la competencia engloba todos los aspectos del entorno del capital privado, desde la competencia entre profesionales hasta la presión de las comisiones y la oferta de oportunidades de inversiones atractivas. La batalla por los activos se está convirtiendo en uno de los factores más trascendentes para la creación de valor del proceso de una PE, y en el informe de PwC mencionado anteriormente, el 72% de los encuestados mencionaron que la escasez de inversiones atractivas en los siguientes cinco años va a ser uno de los top tres principales problemas afrontados por las PE. Esto no significa que exista escasez de oferta de posibles inversiones, pero sí la escasez de oportunidades de inversión a un precio justo y aceptable en múltiplos para las empresas. Juntando la falta de activos atractivos con el incremento de empresas dedicadas al capital privado, la competencia sigue creciendo de manera acelerada, presionando a las empresas a innovar en sus estrategias de creación de valor.

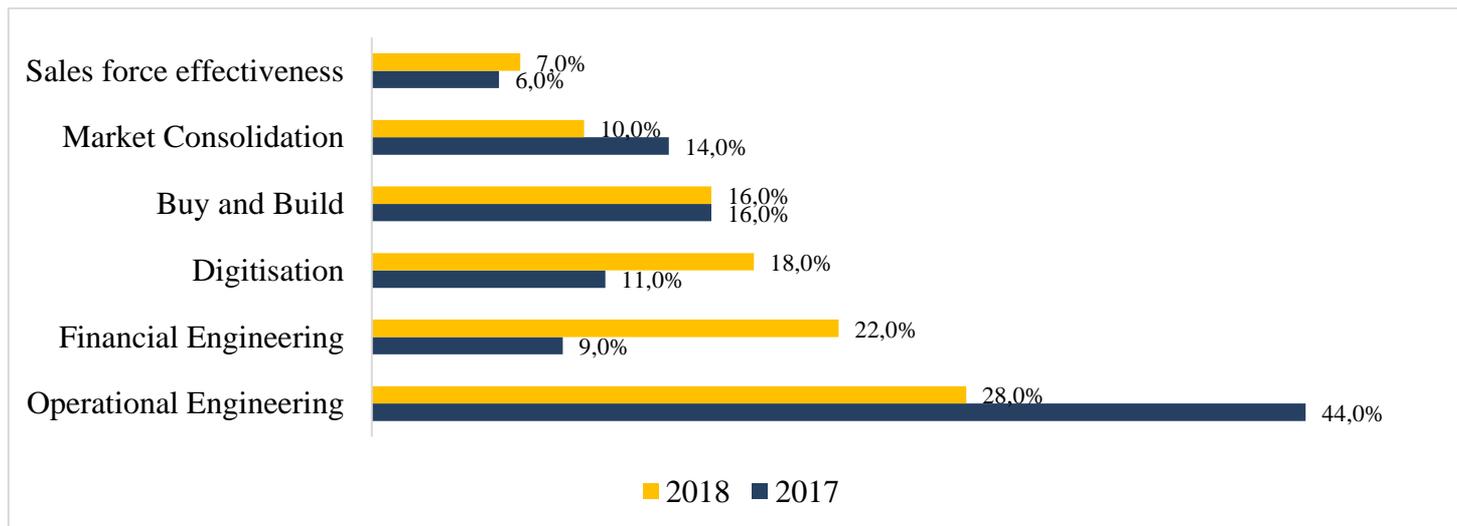
Además del esperado incremento de la competencia, también se espera una mayor dificultad al acceso a créditos bancarios y deudas. Conforme a la encuesta de PwC, el porcentaje de empresarios que creían que la disponibilidad de créditos bancarios empeoraría en el 2017 era del 7%, sin embargo, en el 2018 este valor subió al 22%. Aunque la proporción de profesionales que comparten esta opinión siguen siendo la minoría, el salto de opiniones en esta dirección es significativo y es muy posible que vuelva a subir en el 2019. Existen varias razones para soportar

esta opinión, pero la mayoría se basan en la previsible inestabilidad del mercado del 2019, a partir de las caídas del mercado en el último cuarto del 2018, y la tendencia a que la *Yield Curve* de bonos se aplane, lo que puede ser un indicador anticipado de crisis o ralentización económica, a la que habría que añadir varios factores geopolíticos como la guerra comercial entre EEUU y China, y la incertidumbre con el Brexit y sus repercusiones en el mercado Europeo y global, ante todo lo cual, los mercados se están viendo forzados a protegerse y a especular con la posibilidad de un escenario de crisis. Esta creciente opinión sobre una mayor dificultad de acceso al crédito añade presión a las PE para buscar nuevas formas de financiación y cambios en sus estructuras de creación de valor para conseguir sus márgenes de beneficios.

Las presiones de la competencia tienen un efecto directo en la estrategia planteada por los gestores de las firmas de PE. Como comentamos en la sección de “Impacto Por Parte de la Empresa”, existen varias formas en las que la propia entidad de PE afecta al activo comprado, que principalmente influye en la empresa a través de mejoras operacionales, y aunque la opinión general es que estas mejoras seguirán siendo el enfoque primordial en la creación de valor de una inversión, la estrategia de las PE está empezando a poner más peso sobre el *financial engineering* y la reducción de costes a través de la digitalización. En el grafico 4, podemos ver el cambio de importancia que le dan los empresarios a cada forma de crear valor entre el 2017 y 2018, con continuidad de las tendencias esperadas en el 2019.

**Grafica 4**

**En la encuesta de PwC *Private Equity Trend Report 2019*, ¿qué factores influyen más en la estrategia de creación de valor?**



(PwC, 2019)

PwC en su informe destaca la importancia de la digitalización en el mercado moderno, posicionándolo como un aspecto clave en el éxito de una inversión. La grafica 4 representa la pérdida de confianza en la creación de valor a través del *Operational Engineerting* y un incremento de énfasis en la generación de valor en la digitalización y *Financial Engineering*.

El *Financial Engineering* en este contexto significa la estructura de financiación y utilización del capital obtenido del mercado para las inversiones. Como ya hemos comentado, se espera que el acceso a capital barato a través de los bancos sea más difícil en el futuro cercano creando más problemas para las PE y afectando sus márgenes de beneficios. Esto ha incentivado un cambio en la estrategia de recaudación de fondos de las PE, permitiendo a los inversores del fondo (los LPs) acceso directo a las inversiones como co-inversores, incrementando el potencial de beneficio. De este modo el GP tiene acceso a inversiones más grandes ya que puede solicitar y ofrecer a sus inversores que formen parte de la adquisición del activo invirtiendo de manera directa en el mismo, incrementando de esta manera el volumen de fondos disponibles para realizar la compra, mientras que el GP mantiene la mayoría de las acciones (manteniendo en consecuencia control sobre la empresa). Los LPs no sólo aportan la financiación necesaria sino además conocimientos ya que uno de los LPs puede ser una empresa concreta en el sector, un fondo especializado, etc.

PwC en su informe encuentra que la popularidad de esta estructura ha incrementado exponencialmente en los últimos años y esperan que este crecimiento tenga continuidad. En este punto de la encuesta de PwC se deduce que el 92% de los gestores han implementado más cooperación con co-inversores en los últimos tres años y un 87% de ellos intentan utilizar menos financiación bancaria.

Este nuevo acceso a financiación a través de la cooperación entre GP y LP también conlleva ciertos puntos clave. Los LP han incrementado sus expectativas de los GPs y según la encuesta de PwC, el 82% de los gestores intenta incrementar la frecuencia de las cooperaciones en inversiones como uno de los tres cambios fundamentales en las tendencias de inversión de los PEs en los últimos años y a futuro, mientras que un 80% cita la presión sobre comisiones también en el top 3 de dichos cambios. Esto no debe ser una sorpresa ya que los LPs buscan su maximización de beneficios, y si consiguen invertir y reducir las comisiones de los GPs, tienen acceso a mayores inversiones, con ello a un mayor retorno potencial, y al mismo tiempo a una reducción de costes sobre el volumen total invertido (en el fondo y directamente como co-inversor) que contribuye a mejorar su margen (cambios en la estructura de comisión desde la típica 2% comisión  $\pm$  20% de las ganancias (después de repagar un cierto %) a un 1% de comisión y 10% después de las ganancias con las co-inversiones).

Estos cambios son necesarios para adaptarse al nuevo ecosistema del PE donde la estrategia debe tomar en cuenta

no solo la mejora de la empresa en sus procesos a través de cambios operacionales sino también cambios en su estructura de financiación para poder hacer frente a la competencia creciente.

Dicho eso, la *Operational Engineering* sigue siendo el centro de la estrategia de la inversión de las PEs. Estas estrategias operacionales pueden variar en el nivel de involucración necesitada. Así las actividades más pasivas permiten la creación de valor sin demasiada inversión ni implicación, mientras que, las estrategias más activas, con mayor implicación en la gestión y en la optimización operacional son aquellas que separan a los líderes del mercado que obtienen ganancias superiores. La optimización de las operaciones no sólo promete mayores múltiplos y TIR sino que fortalece a las empresas en cara a tener que afrontar un periodo de crisis, algo que está siendo objeto de especulación hoy en día ante el aplanamiento de la curva de tipos.

Los dos tipos de estrategias operacionales más populares de los últimos tres años son la reducción de costes operacionales y la digitalización.

La reducción de costes operacionales es clave para incrementar la valoración de la empresa, proteger contra movimientos del mercado desfavorables y mejorar los márgenes y las ganancias de la empresa. Este factor es crítico para la creación de valor y va a seguir siendo un pilar de la estrategia de inversión (y del Equity Story) en el futuro.

La segunda estrategia más popular es la digitalización. En general, es muy común que una empresa pase de un PE a otro PE, cada uno mejorando la empresa a su manera e intentando vender a un precio más alto para generar beneficios para sus inversores. Esto significa que cada vez que pasa de PE a otra PE, hay menos margen de optimización barata. Aquí entra la digitalización, también llamado industry 4.0. En un reportaje publicado por BCG titulado "*Private Equity is Hot but Not Overheating*" (Tawfik Hammoud, 2018), explican las fuertes ganancias generadas en los últimos años debido a la mejora en las operaciones y la reducción de costes, pero esto ya no es suficiente. BCG argumenta que las mejores firmas de Capital Privado traen la digitalización incorporada en su plan estratégico de compra con el objetivo de reinventar la estructura interna de las empresas y continuar mejorando la eficiencia empresarial.

La digitalización de la empresa tiene efectos en la reducción de costes y optimización de la eficiencia operacional incrementando las posibles ganancias e incrementando el valor de la empresa. El 50% de los empresarios encuestados dijeron que el nivel de digitalización es considerado un factor importante en el momento de desinvertir sus inversiones y el 53% argumentaron que la digitalización reduciría drásticamente la vida del activo en el porfolio. Al conseguir los mismos beneficios en menor tiempo, mejora mucho la TIR de la inversión. Gran parte de la inversión dedicada a la digitalización va dirigida hacia *Data Analytics, Internet of Things, Inteligencia*

Artificial y Robótica.

Además de los cambios estratégicos mencionados, en la gráfica 4 podemos observar el mantenimiento constante del *Buy and Build*. Esta estrategia se basa en la compra de un activo bien posicionado y la compra de varios activos más débiles con el propósito de añadirlos a la compra inicial para crear valor. De este modo la PE puede crear valor a través de sinergias verticales y horizontales con poco esfuerzo. La tendencia, descrita en la gráfica 4, es que esta estrategia no es la más popular, pero si presenta una tendencia constante que no parece disminuir en los años que se avecinan. Esta estrategia se aprovecha de la tendencia del mercado a imponer altos precios a empresas grandes, ahora especialmente con la subida de la competencia y la escasez de oferta a valoraciones razonables, junto a la poca importancia dada a las empresas pequeñas minusvaloradas. Esta estrategia ha existido desde la creación del PE pero ha incrementado en popularidad en los últimos años según Bain en su informe “*Private Equity Report 2019*”.

## II. Tendencias de inversión a futuro:

Una vez expuestas las alternativas estratégicas para maximizar la creación de valor en las inversiones de PE podemos analizar los objetivos de la industria más populares hoy en día y que podemos esperar para el futuro cercano. PwC destaca en su informe la popularidad de tres sectores: el industrial/manufacturación, consumidor y tecnológico. La grafica 5 representa los sectores que pueden registrar más demanda o interés entre las PE encuestadas.

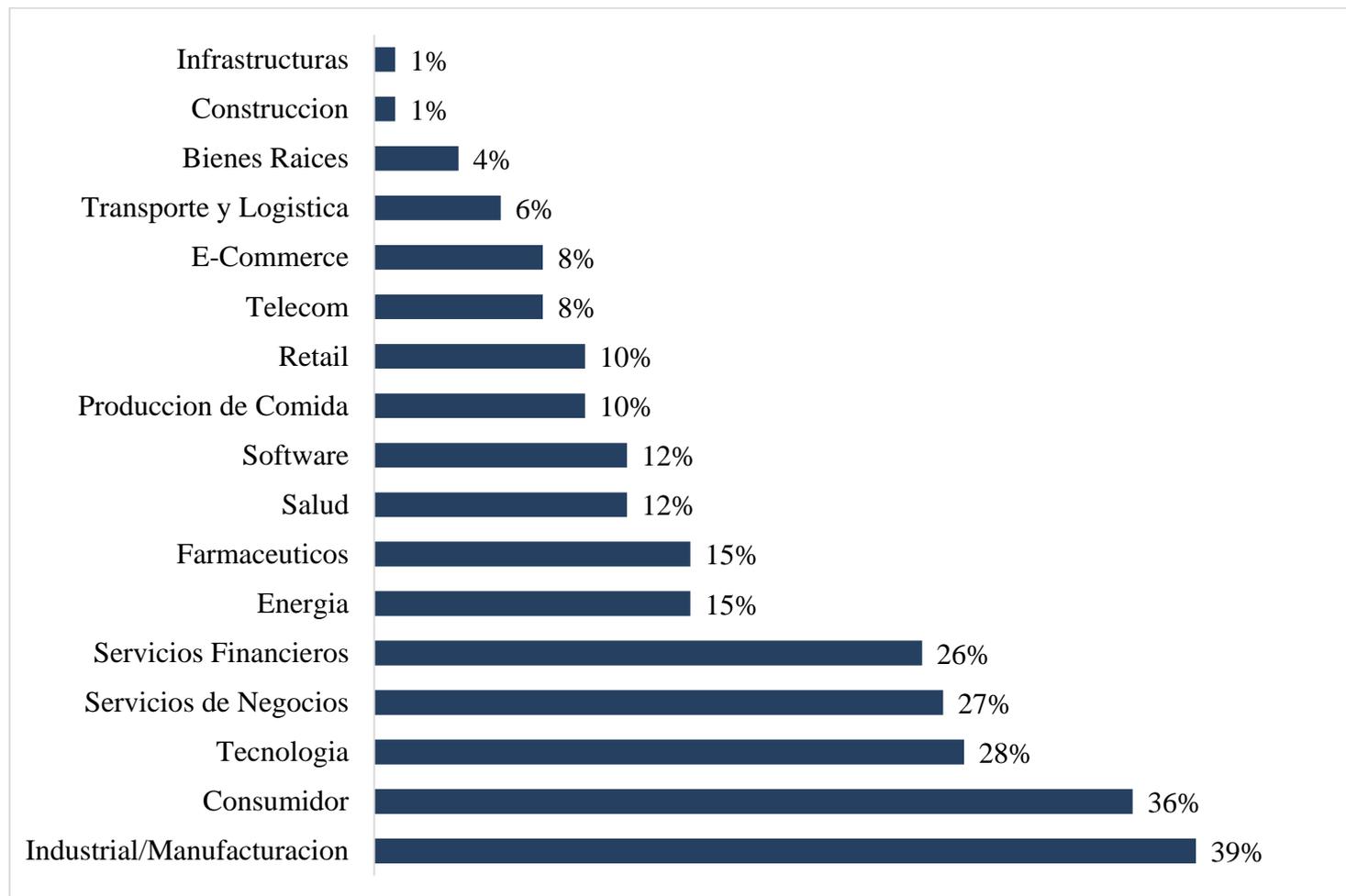
Existen varias razones por las que se manifiestan estas preferencias: las industriales representan grandes oportunidades si se consigue una inversión infravalorada y se implementan alguna/s de las estrategias mencionadas anteriormente para crear valor, especialmente la digitalización de la empresa. Estas empresas presentan menor riesgo de pérdida de su valor ya que se respaldan sobre el consumo del cliente, un hábito que cada vez es más abusado por el consumidor. El segundo es el sector del consumo, un sector totalmente enfocado en el gasto del consumidor y que se viene beneficiado de que, en las últimas décadas, el nivel de consumo ha seguido subiendo continuamente ya que vivimos en una sociedad indoctrinada hacia el consumo.

La tercera opción, y la que está creciendo más rápido, es el sector de la tecnología. La razón de su éxito es fácil, y es que es raro que la tecnología en cualquier forma no forme parte de la mayoría de los sectores restantes. Por ejemplo, todos los softwares creados para protección de datos hasta aquellos programas dedicados a la logística empresarial e incremento de eficiencia operacional. La ola de digitalización conlleva la ola de la tecnología. En el año 2017, el sector tecnológico era el sector más popular en la lista de potenciales inversiones de las PE,

superando a los sectores de manufactura y consumo. Según PwC, la razón de la caída de popularidad en el año 2019 se puede encontrar en la correlación entre la caída de precios de grandes tecnológicas como Amazon, Facebook y Google. Existe una opinión común entre inversores que el sector tecnológico se ha sobrecalentado en los últimos años en los mercados privados y cotizados. Los mercados cotizados han llegado a techos de valoración donde sus tasas de crecimiento han empezado a disminuir creando un poco de especulación en el mercado que repercute en los mercados privados. Eso dicho, el sector sigue siendo uno de los más demandados por los inversores.

**Grafica 5**

**PwC, de sus encuestados, ¿En qué industria extraían más propensos a invertir en los siguientes 3 años?**



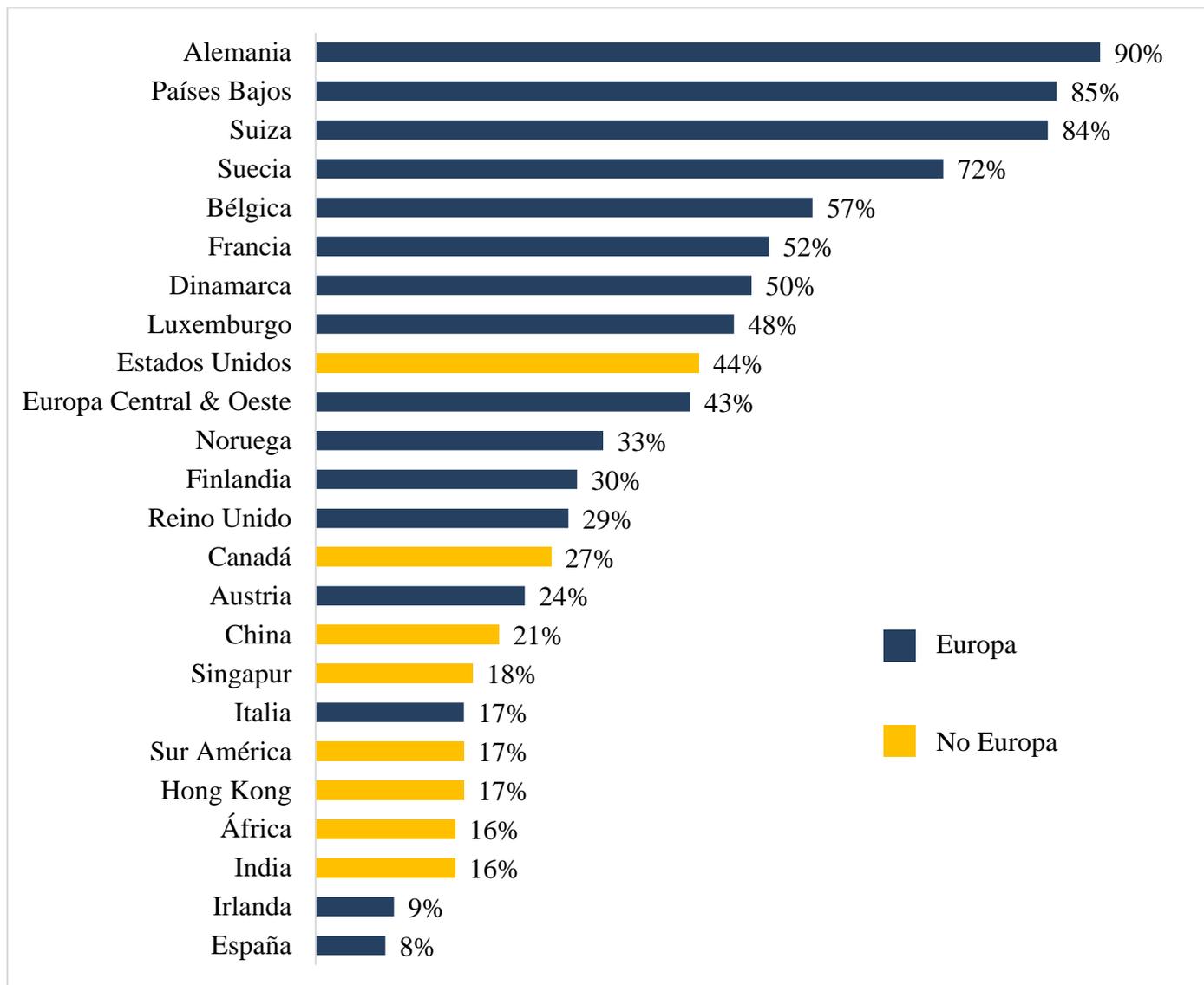
(PwC, 2019)

Por último, analizamos las localizaciones más populares para el PE globalmente. Los encuestados por PwC

expresan grandes expectativas en el mercado alemán, Países Bajos y Suiza. El Reino Unido ha decaído en popularidad debido a la incertidumbre que crea en el mercado el Brexit y sus efectos en el mercado europeo. La grafica 6 representa la distribución de las regiones que serán las más atractivas para las inversiones de Capital Privado en los próximos cinco años.

**Grafica 6**

**PwC, de sus encuestados, ¿Qué regiones van a ser las más solicitadas por actividad de PE en los siguientes 5 años?**



(PwC, 2019)

En conclusión, podemos ver que en el futuro cercano las PE van a verse cada vez más forzadas a adaptar sus estrategias para nuevos problemas. La digitalización e inversión en tecnología van a convertirse en requisitos básicos para el plan estratégico. Además de esta adaptación estratégica, van a tener que desarrollar nuevas e innovadoras estructuras de financiación para combatir la creciente competencia de precios, servicios y conocimientos junto la creciente dificultad de financiación.

## **El Impact Investing / Shared Value Creation**

En el siguiente apartado evaluaremos el rol del PE en la economía capitalista moderna, sus problemas según los profesores Michael E. Porter y Mark R. Kramer y sus posibles soluciones con intención de asegurar la maximización de valor añadido e imagen positiva de la industria del Capital Privado.

### La mentalidad Capitalista actual y los cambios necesarios según Michael Porter (Michael E. Porter, 2011)

Para empezar este análisis es necesario conocer el concepto de Capitalismo, como sistema económico basado en la propiedad privada de los medios de producción y en la libertad del mercado. En otras palabras, es un sistema donde el mercado y las empresas son participadas o controladas por entidades privadas para crear beneficios pertenecientes al propietario en vez de al estado. El estado en este contexto no forma parte de la regulación sino que debe permitir el libre movimiento de capital entre los protagonistas del mercado dando oportunidades de competencia entre firmas provocando que el propio mercado se autorregule.

Los profesores de Harvard, Michael E. Porter ('Porter') y Mark R. Kramer ('Kramer'), en su artículo "*The Big Idea: Creating Shared Value*" (2011) apoyan la idea que el capitalismo es necesario para el crecimiento de la economía, y que el capitalismo es el vehículo o sistema perfecto para conseguir la satisfacción de todas las necesidades de la sociedad ('comunidad'), la eficiencia, la creación de beneficios y riquezas. Esto no es una revelación para el mercado ya que llevamos décadas experimentando esta realidad, pero argumenta que el capitalismo ha sido malinterpretado durante los últimos años hasta llegar a una visión general estrecha del capitalismo que acaba excluyendo sus intenciones reales y evita explorar el potencial que tiene el capitalismo para solucionar los desafíos de la sociedad. En los últimos años ha calado la idea de que las empresas son a quien culpar por problemas en la economía, ya que son vistas como creadoras de beneficios a coste de perjudicar al resto de la sociedad. La legitimidad de los negocios ha caído durante los últimos años y han sido culpados de las desgracias y efectos negativos, infectando el mercado moderno.

El ejemplo más relevante y aplicable al mundo del PE es que la búsqueda de la eficiencia en las empresas ha conllevado la reducción de costes lo cual, con este propósito, ha derivado en la pérdida de mucho empleo. Porter argumenta que la economía ha caído en un ciclo vicioso donde las empresas están siendo vistas como villanos que crean beneficios a costa de la comunidad. Esto empuja a la comunidad a tomar decisiones políticas donde los partidos en poder implementen soluciones de regulación y control en las empresas. Esto tiene dos efectos, el primero es que incrementa los costes de la empresa que entonces, con el objetivo de reducir a su vez los costes

para conseguir mantener la rentabilidad, acaba perjudicando aún más a la comunidad, generando en un ciclo vicioso ya mencionado. El otro efecto negativo es que este control conlleva la pérdida de la libertad del mercado, disminuyendo la competencia, eficiencia y autorregulación del mercado y acaba implementando un mercado no eficiente (Porter, 2011).

Elaborando este concepto de la visión cerrada del capitalismo, Porter explica que esta perspectiva ha trastornado los objetivos de las empresas y eleva la tendencia de búsqueda de beneficios en el corto plazo, lo cual no tiene en cuenta la necesidad de crear valor para el cliente, buscando lo que es lo mejor para él de manera sostenida y sostenible en el tiempo. Esto, a su vez, afecta negativamente el crecimiento y beneficios sostenibles a largo plazo. La búsqueda de ganancias a corto plazo para satisfacer al accionista es apoyada por el pensamiento presentado por Milton Friedman donde el único objetivo socialmente aceptable es que las empresas generen valor para sus accionistas. Porter contradice este concepto diciendo que esta búsqueda de beneficios no es sostenible ni favorable para la sociedad ya que abusa de sus recursos (medioambientales, laborales, relacionales, etc.). Este abuso de los recursos del mercado no asegura la sostenibilidad de la empresa ni del mercado, e indica que llegará un momento donde los recursos estén tan sobre explotados o deteriorados que ya no podrán producir frutos económicos para el crecimiento de la empresa causando la caída económica de la industria. Por ejemplo, estos abusos pueden incluir la reducción de salarios a los empleados o presionar a los proveedores a vender a menor precio, lo cual produce una menor financiación a la comunidad en forma de rentas generadas, lo que deviene en caídas en consumo y al final en menores beneficios para la empresa. Aunque se consiga reducir costes, si los beneficios también caen, la empresa no va a prosperar.

Para apoyar esta malinterpretación de la producción, Porter hace referencia a la teoría de la estrategia. La teoría de la estrategia dicta que para que una empresa sea exitosa debe crear un propósito o valor que cumple con las necesidades de la sociedad y los consumidores. Una empresa consigue esta ventaja competitiva mediante la configuración de su cadena de valor, las actividades que crean, produce, distribuyen, venden y apoyan a sus productos. Porter concluye diciendo que hoy en día este concepto se ha olvidado, ya que la búsqueda de beneficios rápidos ha suprimido el enfoque a producir o proveer servicios que cumplen con las necesidades de la sociedad, y lo han redirigido hacia producir y vender productos haciendo que los consumidores creen que son necesarios, pero promueven el consumo rápido e inmediato, pero no mejoran la evolución y la sostenibilidad del mercado.

Entonces, ¿Cuál es la solución a esta malinterpretación? Porter y Kramer no quieren introducir un nuevo sistema revolucionario sino reiterar el objetivo de las empresas, de forma que la búsqueda del beneficio al corto plazo no sea el objetivo principal de las empresas, sino la creación de valor económico conjuntamente por empresas y

sociedad, o que el éxito de las empresas también cree valor para la sociedad abordando sus necesidades y desafíos. De esta forma la búsqueda del beneficio empresarial será más lucrativo, eficiente y fácil de generar si conlleva beneficios para la sociedad, en un concepto que llaman Valor Compartido (*'Shared Value' o 'SV'*). El SV hoy en día en el entorno del Capital Privado es conocido como *'Impact Investing'*. El Valor Compartido no es responsabilidad social ni un intento de filantropía sino un enfoque de creación de valor más eficiente y sostenible. El SV, explicado detalladamente por Porter puede ser definido como políticas y prácticas operativas de la empresa que aumentan su competitividad mientras simultáneamente mejoran la situación económica y social de las comunidades afectadas. El SV se enfoca en identificar y expandir las conexiones entre la sociedad y el avance económico empresarial, manteniendo el objetivo central de solucionar o proveer alternativas a los retos actuales de la sociedad, en otras palabras, consolidar las conexiones entre el avance social y el avance empresarial. El concepto se basa en los principios del valor económico, donde el valor es definido como los beneficios en relación con los costes, y no sólo por los beneficios aisladamente. Porter argumenta que los costes no solo son costes fijos como pueden ser los salarios, transporte, comisiones, etc. sino también incluye los costes sociales, aquellos que se producen como consecuencia de una actividad, por ejemplo, la deforestación de una zona puede traer beneficios a corto plazo, pero una vez que se liquiden los recursos de esa zona, se tendrá que importar de otra zona, lo que conllevará mayores costes de transporte y perjudicará a la empresa en el largo plazo.

El concepto de SV no debe ser confundido con el concepto de responsabilidad social corporativa (*Corporate Social Responsibility o CSR*). CSR se centra en la reputación de la empresa y no se preocupa con la generación de beneficios para la empresa sino de la interacción con la sociedad. Sin embargo, el SV se centra directamente en la generación de riqueza para la empresa, pero de manera que la maximización del beneficio sea lograda cuando el avance económico y social vayan de la mano.

El SV fomenta la cooperación entre la búsqueda de beneficio empresarial y social por el siguiente ciclo de interdependencia:

- 1) Una empresa necesita una comunidad exitosa que genere demanda para sus productos y servicios además de una bolsa laboral que posea los conocimientos necesarios para ayudar a la empresa en su desarrollo.
- 2) Una comunidad necesita una empresa exitosa para proporcionar una bolsa de empleo y oportunidades de creación de riqueza personal que les permita consumir aquello que necesiten.

Este ciclo puede moverse para fomentar la economía o para entorpecer su avance. Por ejemplo, una empresa de energía se verá presionada por sus accionistas para aumentar su competitividad tras la bajada de precios por uno

de sus competidores. Ante eso tiene dos opciones, la primera es reducir costes para aumentar su beneficio neto, la segunda opción es invertir en I+D (investigación y desarrollo) para encontrar nuevas formas de crear energía.

Debido a las demandas a corto plazo de los accionistas, la empresa decide tomar el primer camino, y la forma más rápida de reducir costes sería completar una reestructuración y reducir sus empleados para tratar de mejorar la eficiencia. El resultado es la reducción de costes a corto plazo, pero los empleados que se quedan aumentan la cantidad de trabajo que tienen que realizar, lo que los lleva a ser menos eficientes. Además de esto, aquellos que han sido despedidos tienen que acudir al ahorro ya que no tienen ingresos y no pueden consumir al mismo nivel que antes. En el largo plazo, esto se vuelve contra la empresa en forma de menos ingresos, pero ya que ha reducido el número de sus empleados a niveles de maximización no puede reducir más y su producto sigue siendo más caro que el de la competencia. La conclusión es que ahora tiene que gastar más en otras áreas, recibe menos ingresos y no tienen una comunidad que apoye a su empresa.

Digamos que los accionistas, aunque siguen buscando el beneficio, deciden permitir una gestión a más largo plazo. La empresa decide invertir (incrementando sus gastos) en I+D y sufre unas pérdidas ese año. El I+D conlleva a la creación de nuevas tecnologías que permitirán a la empresa crear y distribuir energía de forma más barata y eficiente además de crear nuevos procesos y maquinaria especializada. La consecuencia de esta opción que tiene en cuenta la sociedad y el mantenimiento de sus empleos ha fomentado el avance tecnológico de la empresa, ha producido nuevas ventajas competitivas, ha creado nuevos puestos de trabajo que incrementan el nivel de riqueza en la comunidad y a la vez aumenta la posible demanda del producto a través del gasto de la comunidad.

Porter y Kramer avanzan su tesis sobre SV definiendo los tres métodos de crear valor económico creando valor social. El primero de ellos es re-concibiendo los productos y los mercados, el segundo es redefiniendo la productividad en la cadena de valor y el último es la creación de grupos de apoyo en las localizaciones de las empresas. Cada una de estas estrategias, por separado o juntas, redefinen las fronteras del capitalismo y crean conexiones entre el éxito empresarial y el avance social donde se fomenta la innovación para ganar eficiencia, crear diferenciación y ventajas competitivas y expandir los mercados.

El primer método tiene que ver con si el producto o servicio proporcionado por la empresa es bueno para sus clientes, no sólo en calidad, precio, utilidad y otras características directas, sino en aquellas consecuencias indirectas como por ejemplo la contaminación, abuso de empleados, fomento de la educación, etc. Además de esto también se ocupa de conseguir proporcionar aquellos productos necesarios a todos los mercados. Por ejemplo, existe una tendencia a olvidar aquellas sociedades deterioradas bien por bajo nivel educativo o por estar

localizadas en países emergentes. Hay que tener en cuenta que los clientes que se sitúan en la parte baja de la pirámide, resulta que tienen un poder adquisitivo poderoso cuando son agregados. Porter concluye diciendo que cuando el sistema capitalista empieza a trabajar con todas las comunidades, incluyendo a aquellas con menor poder adquisitivo, las nuevas oportunidades de desarrollo económico y social se incrementan exponencialmente. Al satisfacer las necesidades de todas las clases sociales se crean nuevos procesos, industrias y empleos incrementando el poder de gasto de las comunidades creando mayores oportunidades de ingresos para las empresas y fomentando la educación laboral de las comunidades.

El segundo método es la redefinición de la productividad en la cadena de valor. La cadena de valor de una empresa nunca va a poder evitar un enfrentamiento contra el beneficio social de alguna forma. Recursos naturales, sanidad, seguridad y condiciones de trabajo, igualdad en el empleo, todos estos representan áreas de posible conflicto, pero son estos puntos de conflicto los que pueden producir oportunidades de SV. Estas externalidades pueden producir problemas que contribuyan en costes directos para la empresa y afectar negativamente a la cadena de valor. Por ejemplo, embalaje excesivo crea costes adicionales a la empresa ya que está despreciando recursos además de afectar negativamente al medioambiente. Estos conflictos deben ser evaluados para introducir cambios que mejoren la cadena de valor y minimicen la posibilidad de asumir externalidades negativas. Además, la empresa debe buscar sinergias entre mejoras que aumenten la estabilidad de la cadena. Las áreas más prometedoras en las que se puede innovar en la cadena de valor son la energía y logística, uso de recursos, relación con los proveedores, productividad de los empleados y ubicación.

Un ejemplo presentado por Porter y Kramer en el área de productividad de los empleados se basa en el antiguo pensamiento de minimización de costes. Explican que, con la mentalidad capitalista cerrada, era necesario mantener costes al mínimo, aprovechando oportunidades como la reducción de beneficios sociales como son los seguros de salud que proporcionaban las empresas. Sin embargo, argumentan que es más rentable proporcionar estos servicios de seguros para mantener a los empleados sanos y eficientes para que puedan trabajar lo máximo posible. Cuando estos beneficios de seguros eran minimizados, los empleados que enferman y no tienen la capacidad de pagar el tratamiento adecuado terminan perdiendo más días de trabajo que los que faltarían si se medicasen o fueran tratados correctamente, y con ello se estarían generando más pérdidas que posibles beneficios por la reducción de los costes que incurrirían proporcionar seguros de sanidad a los empleados. Además de esto, al proporcionar estos seguros y beneficios los puestos de trabajo de la empresa serían más atractivos y atraerían a profesionales con más nivel educativo y experiencia.

El último método incentiva la creación de grupos de apoyo en las localizaciones industriales. Los profesores de

Harvard argumentan que el éxito de toda compañía es también influido por las compañías que le rodean en su entorno e infraestructura. La productividad e innovación están fuertemente influidas por el entorno compuesto por competidores, proveedores, logística.... Un gran ejemplo de esto es Silicon Valley en EE. UU. donde se ha creado una gran concentración de empresas tecnológicas. Esta agrupación incentiva la innovación, compartir recursos, da acceso a talento con características favorables ya que todo el que se encuentra en esta zona tiene un cierto nivel de experiencia o educación en el área de la tecnología.

Este concepto de creación de grupos no está expresamente limitado a ubicaciones cerradas, por ejemplo, la creación de cadenas logísticas entre países emergentes y países desarrollados puede ser un grupo. En este caso se están compartiendo conocimientos entre redes empresariales educando a profesionales en los países emergentes mientras que permite a los países desarrollados a enfocarse a la creación de nuevas tecnologías que mejoren la comunicación, distribución, movimiento de capitales, y minimicen los efectos negativos ya que pueden crear tecnologías que abusen menos de los recursos disponibles.

Estos tres métodos de creación de SV se refuerzan mutuamente y son más eficientes cuando, de manera combinada crean oportunidades y ventajas competitivas únicas a las empresas que implementan este concepto, beneficiándolas al largo plazo.

No sería razonable asumir que los mercados van a cambiar radicalmente y dejar de buscar los beneficios a corto plazo ya que toda empresa tiene presión de sus accionistas, pero esta visión cortoplacista de los beneficios es insostenible y acabaran perjudicando a la empresa sino adoptan visiones más de creación de valor sostenible a largo plazo. Tras la popularización del concepto de beneficio social y económico mutuo se verán poco a poco los frutos de la sostenibilidad en la industria.

Porter y Kramer concluyen recalcando la necesidad de este capitalismo más moderno que incluye un propósito social, no por caridad sino porque proporcionara mayores beneficios para las empresas. En sus palabras dicen:

*“We need a more sophisticated form of capitalism, one imbued with a social purpose. But that purpose should arise not out of charity but out of a deeper understanding of competition and economic value creation. This next evolution in the capitalist model recognises new and better ways to develop products, serve markets, and build productive enterprises” (Michael E. Porter & Mark R. Kramer, 2011).*

## La adaptación y consolidación con el Capital Privado y las tendencias pronosticadas

Continuamos tratando de entender la conexión entre el apartado anterior y el entorno del capital privado. Como describimos al principio, el Capitalismo es un sistema económico basado en la propiedad privada de los medios de producción y en la libertad del mercado donde idealmente la intervención del estado es mínima y el libre movimiento de capital fomenta la creación de valor y competencia entre empresas. El PE se define como una industria donde el único propósito es tomar el control de una empresa, privatizarla, mejorarla de alguna forma incrementando su valor sea por la digitalización, mejora del equipo gestor, invirtiendo en I+D o lo que sea que la empresa necesita para poder generar un múltiplo favorable en el momento de desinversión. Por lo tanto, es evidente la conexión entre el sistema capitalista y la estrategia de negocios de una empresa de PE, y, por ello, se podría decir que el Capital Privado es la encarnación estratégica del capitalismo. Dicho eso, ¿Por qué debe el PE tener en cuenta la malinterpretación del capitalismo presentado por Porter y Kramer?

Durante los últimos años, el sector del Capital Privado parece que ha sufrido un deterioro de su imagen, ya que la sociedad ha percibido sus estrategias y actividades como abusivas del mercado al tratar de generar beneficios a coste de la sociedad, el mismo concepto expuesto y analizado en el capítulo anterior. Ejemplos de este fenómeno pueden ser observados en las quiebras de grandes empresas como Toys ‘R’ Us y Claire’s en el 2018, respaldadas por KKR (entre otros) y Apollo Global Management LLC respectivamente. De acuerdo con fuentes de Bloomberg en su artículo *“Private Equity? It’s more like Pirate Equity”* (Dilian, 2018), la liquidación de estas multinacionales no son casos atípicos, sino cada vez más comunes en el entorno del proceso de desinversión de las PE. El dilema cae principalmente sobre el nivel exagerado de apalancamiento que se someten las PE a sus empresas adquiridas, con el objetivo de maximizar el retorno de sus inversiones, y aunque estos niveles de apalancamiento están apoyados académicamente y por los profesionales de la industria, sin embargo, cada vez son más visibles las quiebras por el excesivo endeudamiento que conllevan la pérdida de grandes cantidades de puestos de trabajo, y que acaban esculpiendo una imagen impopular de la industria del PE.

¿A qué viene este deterioro de imagen? En teoría los beneficios de una PE están ligados al rendimiento de sus inversiones. Sin embargo, no es extraño ver altas remuneraciones a directivos o largos periodos de inversión con comisiones para reducir las pérdidas de la PE a costa del rendimiento y resultado de la inversión, perjudicando a todos aquellos involucrados en la empresa y a todos los inversores del fondo. Por ejemplo, la cabeza de Apollo Global Management, Leon Black, ingrese \$191.3 millones en la compra de Claire’s, una empresa que después llevo a la quiebra y a la pérdida de miles de empleos. Bloomberg recalca que la imagen que están consiguiendo los inversores de Capital Privado se está asimilando a la reputación que consiguieron los banqueros tras la crisis

global del 2008, una reputación de abuso hacia el mercado, donde los impactos sociales no son nunca tenidos en cuenta sino puramente sus beneficios personales.

Los insostenibles niveles de endeudamiento para maximizar los beneficios tras un LBO provienen de la facilidad de pedir préstamos incentivados por los tipos de interés negativos o extremadamente bajos. Esto proviene a su vez de dos elementos, el primero es el acceso a dinero barato por los bancos y el segundo es el bajo rendimiento que producen los bonos y deuda pública, empujándolo que empuja a los inversores que buscan mayores niveles de remuneración a invertir en el mercado de capital privado. Aunque estos dos conceptos son favorables para el crecimiento de la economía, cuando son demasiado intensos o abundantes acaban incentivado el uso inconsciente de los capitales o recursos obtenidos para invertir, con lo que se acaban aceptando inversiones ilógicas y codiciosas. La facilidad de captación de fondos en el mercado reduce o directamente elimina la preocupación de repago ya que los intereses son muy bajos, lo que reduce la importancia del repago en el plan de inversión y, al final, se acaba fracasando ya que se adoptan decisiones equivocadas sin pensar en las repercusiones empresariales y sociales.

El resultado de estas inversiones insostenibles concluye en el perjuicio de las empresas en las que se invierten y afecta a las comunidades y a la sociedad en su entorno, directa o indirectamente en aspectos como el empleo, el nivel adquisitivo de la población, las pérdidas de inversiones en innovación y avance tecnológico y la pérdida de confianza del público en la capacidad de mejora de las PE que acaban perdiendo mercado y oportunidades de mejora.

Porter y Kramer argumentan que esto es totalmente evitable si se incorporase el concepto de valor compartido discutido en el capítulo anterior. Los beneficios creados a través de estrategias con propósitos sociales representan un nivel más evolucionado del capitalismo, una idea que posibilitará el progreso más rápido de la sociedad y repercutirá en la creación de mayores beneficios, además de poder mantenerlos a niveles sostenibles y constantes.

Las empresas que tomen esta perspectiva se beneficiaran de mayores avances económicos respaldados por el cuidado de la sociedad. Un ejemplo presentado por Porter en su estudio aborda un problema conocido en el mercado inmobiliario. Una de las grandes causas de la crisis financiera del 2008 fue la falta de incentivo de los deudores a repagar sus hipotecas una vez que se dieron cuenta de su falta de capacidad de repago. Esto se produjo como consecuencia de la facilidad de financiación y la falta de promoción de vehículos de repago eficientes, con lo que devino insostenible. Sin embargo, Urbi, una empresa de construcción mexicana fue pionera de la idea de *rent-to-own* o alquilar para comprar. Este plan presenta un contrato de alquiler de un activo con opción de compra como forma de financiación hipotecario. Esta estrategia permite dar acceso a la vivienda al tiempo que un

incentivo para repagar y tomar posesión del activo en un momento determinado, lo que proporciona seguridad y estabilidad al usuario, e ingresos constantes a la entidad prestamista.

El concepto del SV e *Impact Investing* es cada vez más popular en el entorno del PE ya que cada vez más inversores y LPs insisten en que las inversiones creen SV. Por ejemplo, el fondo de pensiones del gobierno japonés, que en 2017 era el fondo más grande del mundo con \$1.7 trillones en activos gestionados, incorporo en el plan estratégico de sus gestores el requisito de que sus inversiones tengan impacto social directa o indirectamente. Otros grandes PE están desinvirtiendo en portfolios que no cumplan con sus requisitos sociales, por ejemplo, *NZ Super Fund SWF* (fondo de Nueva Zelanda) desinvirtió en un proyecto relacionado con petroleras en el 2017 con un valor de \$650 millones con el objetivo de redirigir esos fondos hacia nuevos proyectos de energía limpia.

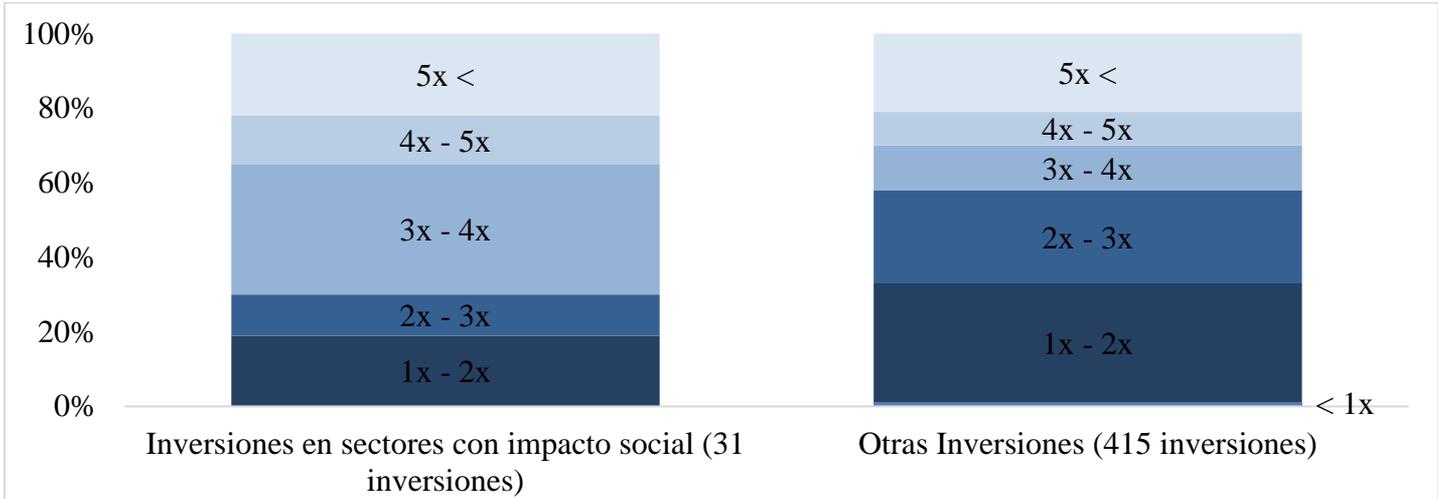
Ejemplos adicionales incluyen Permira y LeapFrog. Permira (un fondo global con €7,500 millones con gran exposición en Asia, aplican requisitos de SV para decidir qué inversiones incluir en los portfolios de sus fondos. Sus estrategias de crecimiento incluyen las capacidades y posibilidades de creación de valor social junto a generación de beneficios financieros superiores a aquellos del mercado. LeapFrog Investments es un fondo de *Impact Investing* primordialmente enfocado en inversiones de servicios financieros y la industria sanitaria en Asia y Asia Pacífico. Su estrategia se basa en proporcionar a sus inversiones conocimientos operacionales superiores con ayudas de la digitalización, dirigidos por gestores expertos en su nicho. Sus inversiones presentan un crecimiento de sus ingresos anuales del 40% desde su incorporación al portafolio de LeapFrog, además de la creación de 122.000 empleos (Bain & Company, 2019).

Otras iniciativas analizadas por McKinsey & Company son proyectos basados en la India, uno de los países emergentes con una trayectoria hacia convertirse en potencia global. Se analiza el sector industrial y manufacturero (el sector más atractivo para las PE en los próximos años según presentamos en la gráfica 5) en la India donde el atractivo del mercado atraerá a inversores con perspectiva social, al describirse como manufacturas para la India desde la India. Las inversiones están dirigidas a potenciar la creación de valor internamente para que el propio país pueda generar riqueza de forma sostenible. Además del sector industrial, McKinsey recalca la oportunidad de aprovechar la ola de digitalización en la India, el tercer sector más atractivo de inversión en la gráfica 5. La evolución tecnológica en la India está creando oportunidades por el crecimiento de productividad, la eficiencia, la educación y la sanidad. McKinsey estima que estas tecnologías podrían añadir entre \$550 mil millones y \$1 trillón de valor económico anual en 2025, generando millones de puestos laborales con sueldos razonables, lo que contribuirá a elevar el nivel de vida de la segunda población más grande del mundo.

No obstante, sigue existiendo miedo o presión en las PE de que estas estrategias no consigan maximizar el valor para los accionistas, algo que buscan todas las empresas. El objetivo principal siempre será la creación de valor para el accionista, pero si incluyen objetivos adicionales existe la presión o el temor de sacrificar beneficios por estos objetivos. Pero los estudios del mercado muestran que estos prejuicios y miedos son erróneos. La gráfica 7 compara los múltiplos de capital invertido (MOIC) entre inversiones con impacto medioambiental y social contra otras inversiones de PE de Asia Pacifico entre 2014-2018.

**Grafica 7**

**Comparación de MOIC entre inversiones con objetivo de SV vs. Otras inversiones**



(Kiki Yang, 2019)

Como podemos observar, aunque el volumen de inversiones con objetivo social analizadas es mucho menor, se puede ver que las inversiones con perspectivas de creación de valor social no pierden valor ni olvidan su objetivo de creación de valor financiero, pudiendo incluso conseguir múltiplos de retorno mayores. Los datos presentan un promedio de MOIC de 3.4x para las inversiones con objetivo SV mientras que el resto de las inversiones tiene un múltiplo promedio de desinversión de 2.5x.

Un estudio completado por McKinsey & Company en marzo del 2018 analiza las TIR por tamaño de inversión en PE con objetivos sociales. Sus resultados demuestran que, en inversiones parecidas entre industria y periodo invertido los beneficios son similares apoyando la idea que este tipo de inversiones no limitan o perjudican los resultados. La tabla 3 representa los resultados:

**Tabla 3**

**TIR de inversiones con objetivo social vs. La media del mercado**

<b>Inversiones con objetivo de <i>Impact Investing</i> <sup>1</sup></b>	
<b>Tamaño (en millones \$)</b>	<b>TIR (Promedio, %)</b>
5,0 <	8%
1,0 -5,0	16%
0,1 - 1,0	12%
< 0,1	2%
<b>Promedio</b>	<b>10%</b>

<b>Inversiones realizadas por PE <sup>2</sup></b>	
<b>Tamaño (en millones \$)</b>	<b>TIR (Promedio, %)</b>
< 100	5%
100 - 250	9%
250 - 500	9%
500 <	12%
<b>Promedio</b>	<b>9%</b>

1) 48 inversiones investigadas entre 2010 – 2016 por McKinsey Análisis

2) Datos de PitchBook del 2016 resumiendo la TIR promedio a cinco años de su bolsa de inversiones

(Vivek Pandit, 2018) (Gelfer, 2016)

La Tabla 3 nos indica que la TIR media entre inversiones con objetivos de SV y otros son similares, reforzando las conclusiones de la gráfica 7, demostrando que una inversión con objetivos sociales adicionales a la creación de valor financiero es un método de inversión viable, sostenible y fiable. Hay que tener en cuenta que el tamaño la diferencia de datos y la cantidad invertida cuando se comparan estos datos. Las inversiones con objetivos de SV, aunque cada vez más populares, no son todavía la tendencia principal de las PE y hoy en día son unas estrategias exploradas por las Venture Capital o Capital Riesgo.

La popularización del SV en los últimos años ha creado oportunidades para ganar la confianza de aquellos inversores que dudaban del éxito de esta estrategia con ejemplos concretos como los que hemos mencionado. Además de esto, el valor añadido generado por estas estrategias está mostrando capacidades de incrementar el Equity Value de las inversiones mejorando el MOIC en el momento de la desinversión. McKinsey explica este mayor valor añadido por tres factores concretos.

El primer factor del éxito del *impact investing* viene porque esta estrategia mejoraría los resultados de la empresa mejorando a su vez la situación de la comunidad que la rodea de diferentes maneras, creando oportunidades para generar beneficios adicionales.

El segundo es que fortalece la gestión de los riesgos. Es muy común observar que las caídas de reputación o accidentes que sufran la empresa y que sean perjudiciales para la sociedad o el medioambiente se vean reflejados en la caída de valor de la acción. Si la estrategia tiene en mente la creación de SV, no solo disminuirá la posibilidad de que ocurra un incidente como derrames contaminantes, sino que mejorará la imagen de la compañía

incrementando su valor intangible. Esto reducirá el riesgo apreciado en la empresa, y con ello puede disminuir la Beta asignada, y el coste de capital aplicado al descuento de los flujos de caja, lo que llevará a un aumento del Enterprise Value y del Equity Value, del valor de la empresa en suma.

El tercer factor es la alineación de estrategias con las prioridades de los gestores, beneficiarios de la inversión (incluida la apuesta social) y los accionistas. Las PE están siendo cada vez más presionadas para que tengan en cuenta las opiniones de los accionistas y los LPs (cada vez más común ya que se ve una subida de co-inversiones en el mercado) gracias a que cada vez el consumidor e inversor son más conscientes de los efectos negativos del negocio y las oportunidades que trae SV. La consolidación de prioridades entre inversor y PE facilita la elaboración de objetivos y permite un proceso de inversión más eficiente.

Estos puntos de vista ya están siendo adoptados por grandes empresas de PE como BlackRock. En la carta de CEOs del año 2019, Larry Fink, el CEO de BlackRock que gestiona \$6 billones, destaca la importancia y atención que deben prestar al SV y que las empresas de Capital Privado dirijan sus objetivos hacia la resolución de los problemas de la sociedad ya que los gobiernos no lo están haciendo (Fink, 2019). Continúa explicando que existen grandes oportunidades en el sector si el enfoque de inversión crea empresas sostenibles que se dediquen a solucionar los problemas de la sociedad.

Las oportunidades de generación de beneficios financieros a través de la creación de valor compartido social puede ser la fuerza más potente en el crecimiento de la economía global de las siguientes décadas. La evolución en la mentalidad capitalista en las estrategias de inversión representa un entendimiento del cliente más profundo que mejorará la productividad, la capacidad tecnológica, la innovación, y el crecimiento y darán un resultado económico mayor junto al éxito corporativo. La estrategia de valor compartido se dedicará a generar beneficios financieros aprovechando la visualización de los problemas de la sociedad, identificando y resolviendo los problemas de los clientes y demás stakeholders.

## Conclusiones

Las estrategias seguidas por la industria del Capital Privado nunca deberían tener un objetivo principal que no sea la creación de valor para sus inversores. Si este objetivo se sustituyese, el proyecto perdería su atractivo. Dicho eso, no es incompatible la combinación entre generación de beneficios financieros y proyectos con objetivos sociales. La combinación de desafíos a la sociedad y desafíos financieros pueden trabajar juntos para conseguir una situación de ganancia para ambas partes (“win-win”). No sólo se debe apoyar este tipo de inversión, sino que debe ser incentivado, ya que sus frutos generaran valor añadido a la inversión que sucesivamente generara más beneficios para la empresa.

Como mencionamos en el estudio, McKinsey & Company en sus estudios destaca la importancia del SV, donde el *Impact Investing*, por ejemplo, ha beneficiado entre 60 y 80 millones de habitantes en India. Aunque comparado con su población total este valor puede ser insignificante, equivale a más gente impactada que la población de España. Esta población beneficiada puede disfrutar ahora de un mayor poder adquisitivo que fomenta el consumo y gasto, lo que recíprocamente tiene efectos positivos adicionales, como la generación de empleo, disminución de polución, acceso a tecnología y educación, etc.

Concluimos destacando la necesidad de olvidar la presión por presentar beneficios a corto plazo ya que las inversiones son a largo plazo, y no se precisa ver resultados inmediatos, destacado por el CEO de BlackRock, Larry Fink en sus cartas a los CEOs. Añade en sus observaciones y puntos clave que sus proyectos empresariales están enfocados hacia la sostenibilidad empresarias y de la sociedad basándose en crecimiento a largo plazo para conseguir los objetivos de sus inversores y combatir las dificultades de la sociedad. La visión de inversión debe enfocarse en la generación de beneficios sostenibles para que la empresa/inversión pueda sobrevivir y crecer de forma autónoma mientras la estrategia se enfoca en solucionar problemas. Por ejemplo, se debe educar y entrenar a los empleados para que puedan realizar actividades más complejas y generen valor adicional para la empresa.

Es evidente que la popularidad de esta idea es cada vez es mayor ya que los inversores, accionistas, LPs y GP exigen la creación de SV en sus inversiones, pero sigue existiendo el miedo a la pérdida del objetivo principal. Por esta razón, la mayoría del SV se observa en proyectos de Venture Capital. Se debería aplicar esta estrategia en todas las inversiones en la actualidad, pero como vemos que cada vez más VC implementa el SV, el siguiente paso será que estas empresas pasen a ser propiedad de empresas de Capital Privado.

Debemos reconocer las oportunidades que existen en las industrias que más prometen como la tecnología, el consumo o la manufacturera, e implementar estrategias de SV para fomentar el desarrollo empresarias global.

## Bibliografía

- Acharya, V. C. (2008). *Corporate Governance and Value Creation Evidence from Private Equity*.
- Anders Saenz, A. W. (2019, Febrero 19). *Private Equity exit strategies are changing in a resilient yet volatile marketplace*. Retrieved from EY: [https://www.ey.com/en\\_gl/divestment-study/2019/private-equity](https://www.ey.com/en_gl/divestment-study/2019/private-equity)
- Dilian, J. (2018, Marzo 17). *Private Equity? It's More Like Pirate Equity*. Retrieved from Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-03-27/wall-street-private-equity-firms-are-bad-for-jobs>
- Duncan Kauffman, T. K. (2016). *Look out below: Why returns are headed lower, and what to do about it*. McKinsey & Company.
- EY. (2018). *Creating value through the private equity investment life cycle in the digital era*. EY.
- Fink, L. (2019). *Purpose & Profit*. Retrieved from BlackRock: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>
- Gelfer, J. (2016, Q4). *PE & VC: Fund performance report*. Retrieved from PitchBook: [https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook\\_2017\\_PE\\_VC\\_Fund\\_Performance\\_Report\\_as\\_of\\_4Q\\_2016.pdf](https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook_2017_PE_VC_Fund_Performance_Report_as_of_4Q_2016.pdf)
- (2019). *Global Private Equity Report 2019*. Bain & Company.
- Harry Cendrowski, L. W. (2012). *Private Equity: History, Governance and Operations*.
- Horst, P. (2016, Enero 16). *BlackRock CEO Tells Companies To Contribute To Society. Here's Where To Start*. Retrieved from BlackRock: <https://www.forbes.com/sites/peterhorst/2018/01/16/blackrock-ceo-tells-companies-to-contribute-to-society-heres-where-to-start/#2fb449c2971d>
- Jensen, M. (1989). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 61-74.
- Josh Lerner, A. S. (2007). *Smart Investors, Foolish Choices: The Limited Partner Performance Puzzle*.
- Josh Lerner, M. S. (2008). *Private Equity and Long Run Investment: The Case of Innovation*.

- Kaplan, S. N. (1989). Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value. *Journal of Finance*, 611-623.
- Kaplan, S. N. (1989). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Valu. *Journal of Financial Economics*, 217-254.
- Kiki Yang, U. A. (2019). *Private Equity Investors Embrace Impact Investing*. Bain & Company.
- Ludovic Phalippou, O. G. (2009). The Performance of Private Equity Funds. *The Review of Financial Studies*, 1747-1776.
- Michael E. Porter, M. R. (2011). The Big Idea: Creating Shared Value. *Harvard Business Review*.
- Mike Wright, J. G. (2009). The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know. *Venture Capital*, 1-21.
- Noshir Kaka, A. M. (2016, Agosto). *India's ascent: Fice opportunities for growth and transformation*. Retrieved from McKinsey Global Institute:  
<https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Featured%20Insights/Employment%20and%20Growth/Indias%20ascent%20Five%20opportunities%20for%20growth%20and%20transformation/Indias-ascent-Five-opportunities-for-growth-and-transformation.ashx>
- Porter, M. E. (2011). Rethinking Capitalism. *Harvard Business Publishing* .
- Pozen, B. (2012, Febrero 22). *The Good and the Bad of Private Equity*. Retrieved from Fair Observer:  
[https://www.fairobserver.com/region/north\\_america/good-and-bad-private-equity/](https://www.fairobserver.com/region/north_america/good-and-bad-private-equity/)
- pwc. (2018). *Private Equity Trend Report 2018: The coming of age*. pwc.
- pwc. (2019). *Private Equity Trend Report 2019: Powering through uncertainty*. pwc.
- Robert S. Harris, T. J. (2014). Private Equity Performance: What Do We Know? *The Journal of Finance*, 1851-1882.
- Sara Bernow, B. K. (2017, Octubre). *From 'why' to 'why not': Sustainable investing as the new normal*. Retrieved from McKinsey & Company:  
<https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Industries/Private%20Equity%20and%20Principal%20I>

nvestors/Our%20Insights/From%20why%20to%20why%20not%20Sustainable%20investing%20as%20the%20new%20normal/From-why-to-why-not-Sustainable-investing-as-the-new-normal.

Serdar Aldatmaz, G. W. (2017). *Private Equity in the Global Economy: Evidence on Industry Spillovers*.

Sraders, A. (2018, Agosto 28). *What is Private Equity? What to Know Before Investing*. Retrieved from The Street: <https://www.thestreet.com/personal-finance/what-is-private-equity-14692535>

Steven N. Kaplan, P. S. (2009). Leverage Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 121-146.

Stromberg, P. (2008). *The New Demography of Private Equity*.

Tawfik Hammoud, A. S. (2018, Abril 25). *Private Equity is hot but not overheating*. Retrieved from BCG: <https://www.bcg.com/en-es/publications/2018/private-equity-hot-but-not-overheating.aspx>

Vivek Pandit, T. T. (2018). A closer look at Impact Investing. *McKinsey Quarterly*.