

Management Buy Out ¿continuidad del negocio y oportunidad de venta?

Tapia, Gustavo N.

I. introducción. Inversiones con capital de riesgo

Las entidades de capital riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no cotizadas, generalmente no financieras y de naturaleza no inmobiliaria. Las entidades de capital-riesgo pueden tomar participaciones temporales en el capital de empresas cotizadas en las bolsas de valores cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de un período siguiente a la toma de la participación. El objetivo es que con la ayuda del capital de riesgo, la empresa aumente su valor y una vez madurada la inversión, el capitalista se retire obteniendo un beneficio. El inversor de riesgo busca tomar participación en empresas que pertenezcan a sectores dinámicos de la economía, de los que se espera que tengan un crecimiento superior a la media. Una vez que el valor de la empresa se ha incrementado lo suficiente, los fondos de riesgo se retiran del negocio consolidando su rentabilidad. Las principales estrategias de salida que se plantean para una inversión de este tipo son:

- Venta a un inversor estratégico.
- Oferta pública inicial de las acciones de la compañía (IPO).
- Recompra de acciones por parte de la empresa.
- La venta a otra entidad de capital riesgo.

II. Tipos de capital riesgo

Aunque en castellano es corriente utilizar el término capital riesgo para definir todas las entidades que desarrollan esta actividad, en el mundo anglosajón existe una clara distinción entre las entidades que centran su actividad en el desarrollo de proyectos empresariales que se encuentran en etapas tempranas (venture capital) como por ejemplo la entrada de diversas entidades de capital riesgo para impulsar nuevos proyectos o invertir en actividades ya consolidadas. En este último caso es corriente utilizar el término capital de inversión (private equity) en lugar del de capital riesgo.

En tanto en el Venture Capital, el capital de riesgo privado o informal funciona a través de ángeles de negocios, ángeles inversores o inversionistas ángeles, en el Private Equity podemos encontrarnos con:

- Management Buy-Out (MBO): Consistente en la adquisición de una sociedad, o de parte de ella o de sus activos por un grupo de directivos que trabaja en la misma apoyados por una empresa de Capital Inversión.

- Management Buy In (MBI): Consistente en la adquisición de una sociedad en la que el control de ésta es obtenido por un personal de dirección externo a la misma apoyados por una empresa de capital inversión.

- Management Buy In Management Buy-Out (BIMBO): Consistente en la adquisición de una sociedad en la que el control de esta es obtenido por la combinación de un equipo de directivos que trabaja en la misma junto con el apoyo de directivos externos.

Con relación a la estructura de operaciones, los MBOs, por lo general se articulan a través de una sociedad instrumental creada ad hoc (NEWCO), los accionistas de la cual suelen ser el equipo de dirección y la entidad de capital riesgo. En general la Newco recibe un préstamo de las entidades financieras que se destina junto con los recursos propios inyectados por los accionistas a pagar el precio de adquisición de las acciones de la sociedad objeto de la compra (empresa target). El banco buscará garantías que le aseguren la devolución de principal e intereses de la deuda; como la empresa NEWCO va a tomar una posición de control de la empresa Target, entre las garantías que se ofrecen estarán los dividendos que generará la compañía objetivo. El préstamo de adquisición —algunos bancos consideran razonable otorgar crédito por cuatro veces el EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos y amortizaciones) de la compañía target—, también se garantiza inicialmente con una prenda sobre las acciones compradas, no obstante, transcurrido un tiempo prudencial (que ronda los 18 meses), la NEWCO y la sociedad adquirida suelen fusionarse de forma que los activos de la sociedad adquirida pasan a ser de Newco y por tanto las entidades financieras ya si que pueden tener acceso directo a esos activos y utilizarlos como garantía de la deuda de adquisición sin que existan problemas de asistencia financiera. Por otro lado, en la operación de fusión es común que aflore un fondo de comercio (generalmente por la diferencia entre el precio de adquisición y el valor neto contable de los activos incorporados), el cual, tiene incidencias de tipo fiscal en materia de deducciones y ahorros impositivos.

En las épocas actuales, los fondos de capital de riesgo, canalizan grandes sumas de dinero hacia nuevos negocios de alto riesgo y alta rentabilidad, poniendo a disposición de una nueva generación de emprendedores suficiente cantidad de dinero como para enfrentarse a empresas ya existentes. Sin esta capacidad de financiar nuevas e innovadoras formas de negocio, toda la revolución de la información se hubiera producido mucho más lentamente.

Modalidades de crecimiento externo

Adquisición o participación: Una empresa adquiere el control (total o de una parte significativa) de los derechos de gestión de otra empresa (normalmente ninguna de las empresas pierde su personalidad jurídica) (LBO, MBO, OPA).

Puede existir distinto nivel de control de la empresa matriz adquirente sobre la adquirida:

- Control absoluto: se adquiere más del 80% del capital social
- Control mayoritario: se tiene más del 50% del capital social
- Control minoritario: se adquiere menos del 50% del capital social

El capital de riesgo puede servir como una herramienta de desarrollo económico, apoyando a los emprendimientos start-up y las empresas más pequeñas tratando de crecer al tomar un rol de capital emprendedor. Además de crear trabajos y estimular la cultura emprendedora, se mejora el gobierno corporativo y los estándares de registros e información en las empresas

La innovación es uno de los principales paradigmas en el nuevo contexto económico. Los procesos de innovación son un factor clave en las actuales estrategias competitivas y bajo este contexto, las operaciones de MBO contribuyen decisivamente a la modernización de las empresas, promoviendo la investigación y el desarrollo.

Entre los factores esenciales para que pueda producirse la compra del negocio por parte de su equipo directivo, apoyado a su vez por la financiación externa tenemos:

- La voluntad de venta por parte del socio actual.
- La existencia de un equipo directivo profesional.
- Un negocio sólido y una capacidad predecible de generar recursos.
- Un segmento que ofrezca luego, una salida atractiva al inversor.

El respaldo financiero externo suele darse por medio de una sociedad de capital riesgo (SCR), que son entidades (sociedades o fondos) que invierten sus recursos en compañías no cotizadas con el objeto de obtener una rentabilidad financiera de esa inversión siendo generalmente propietarios de la compañía. Su vocación es la de ser empresarios profesionales en un horizonte de tiempo limitado.

IV. Generalidades de las SCR

- Se convertirán en socios minoritarios con una participación que puede oscilar entre un 20 y un 40 por ciento.
- Participará sin intervenir en la gestión directa de la compañía, pero con una participación activa en la definición de la estrategia de la sociedad así como en sus órganos de decisión.
- El plazo habitual de inversión es entre tres y siete años, contemplando una futura desinversión a medio plazo.
- Buscan un retorno de la inversión realizada vía dividendos y/o plusvalías al proceder a enajenar su participación en la sociedad.

En todo el proceso de MBO, la profesionalidad y competencia del equipo directivo resulta un factor determinante para el éxito del mismo, debiendo contar el equipo con demostrada capacidad de liderazgo, espíritu emprendedor y sólida experiencia profesional. A su vez es factible en algunos casos y necesario en otros, acompañar el proceso con asesores externos que valoren la compañía y opinen sobre la posible estructura financiera y que efectúen un análisis jurídico y fiscal de las operaciones.



Como se dijo, uno de los principales factores que lleva a muchos directivos experimentados a desear comprar una empresa es contar con amplia experiencia profesional y conocimiento de las características y fórmulas de creación de valor en un sector determinado. Así, en numerosas operaciones, tienen un mandato de venta y han localizado entidades de capital riesgo interesadas en la compañía.

Por otro lado, el inversor, que se esforzará por maximizar el valor y la rentabilidad de la inversión, tratará de convertir a los directivos en empresarios, para lo cual, suele emplear alguno o la combinación de los siguientes incentivos que son producto de negociación entre las partes:

ENVY Ratio: es un mecanismo que multiplica el capital invertido por un equipo directivo en un proceso de MBI/MBO. De esta forma, un ENVY Ratio de 2x significa que el capital invertido por el equipo directivo cuenta el doble en el porcentaje de capital de la compañía. Para ello, se suele exigir al equipo directivo que aporte recursos propios comprometiéndose como empresario al arriesgar su patrimonio.

Performance Ratchet: es un mecanismo mediante el cual los ejecutivos poseerán un porcentaje de acciones más elevado si la compañía prospera y más bajo en caso de dificultades. La filosofía del "ratchet" se basa en los incentivos a la dirección y la reducción del riesgo soportado por el inversor institucional. Se trata de un estímulo a los directivos para que se esfuercen al máximo en obtener la rentabilidad que se busca. Este ratchet se puede ofrecer en acciones o en dinero. Un ejemplo de ratchet sería proponer a los directivos, en el momento de la venta del porcentaje del inversor financiero dentro de uno años, si se vende obteniendo una rentabilidad anualizada (TIR) superior al 20%, se dará al equipo directivo el 10% del exceso de rentabilidad.

Los ratchets deben basarse en objetivos de rentabilidad cuantificables y sobre los cuales la

dirección pueda influir.

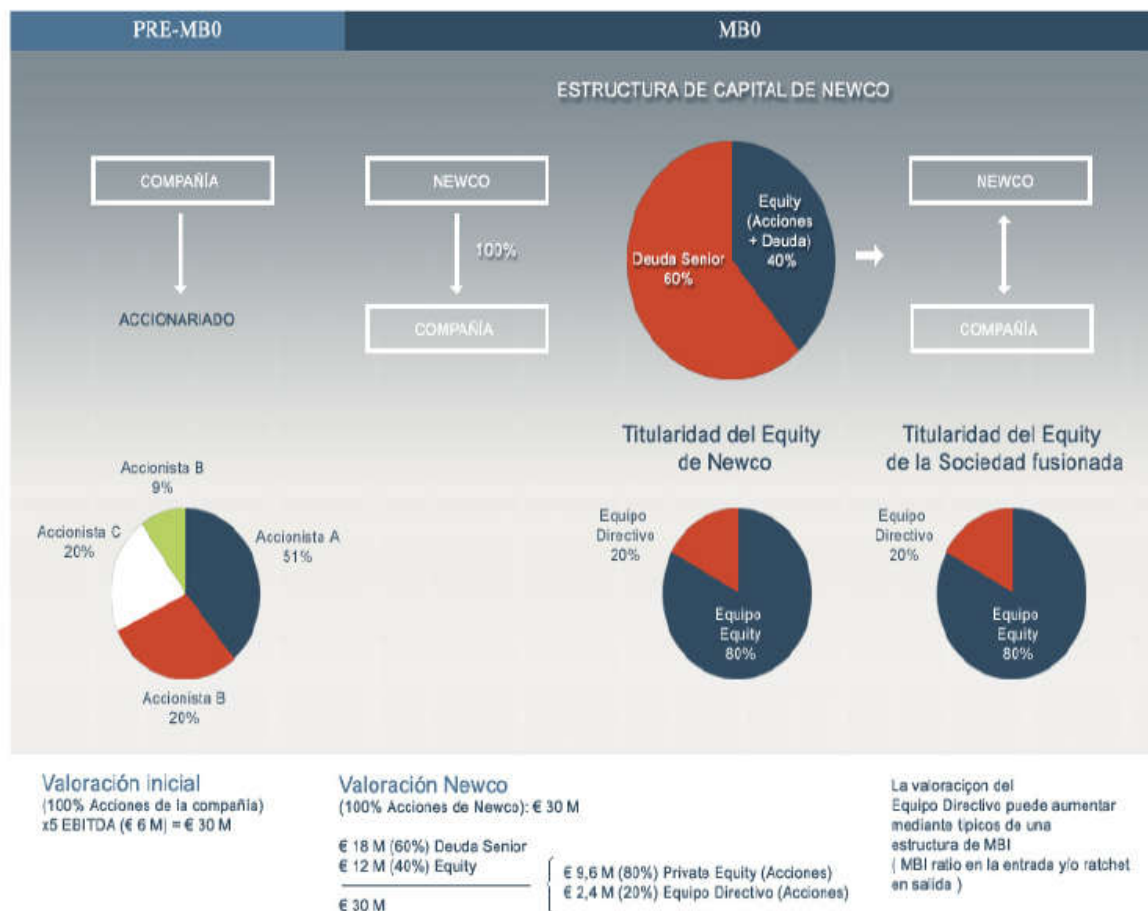
IV. Caso de aplicación de una operación MBO

Supongamos que un capital riesgo, junto con el equipo directivo de una compañía, van a comprar la compañía a los accionistas actuales quienes están liderados por el presidente que posee el 51% y desea retirarse.

El precio acordado es 5 veces el EBITDA que asciende a 6 millones de euros, por lo que el valor del 100% de las acciones es de 30 millones de euros, no teniendo la empresa target deuda. Un capital riesgo y el equipo directivo crean una nueva empresa, llamada NEWCO y consiguen que los bancos les presten 18 millones de euros (3 veces el EBITDA). El resto, 12 millones de euros lo aportan en capital (Equity).

El capital riesgo alienta al equipo directivo a invertir su patrimonio y para ello les ofrecen el siguiente incentivo: por cada euro que invierta el equipo directivo le corresponderán el triple en acciones. Entre los directivos y sus familiares consiguen reunir 800.000 euros y con ello se le otorga también el derecho a obtener el 20% de las acciones (equivalentes a un valor de 2,4 millones de euros).

Al año siguiente se fusionan la NEWCO y la empresa target. Durante los cinco siguientes años el EBITDA de la target ha crecido un 5% anual (siendo su valor en año 5 de Euros 7,66 M, frente a 6 M en el momento inicial).



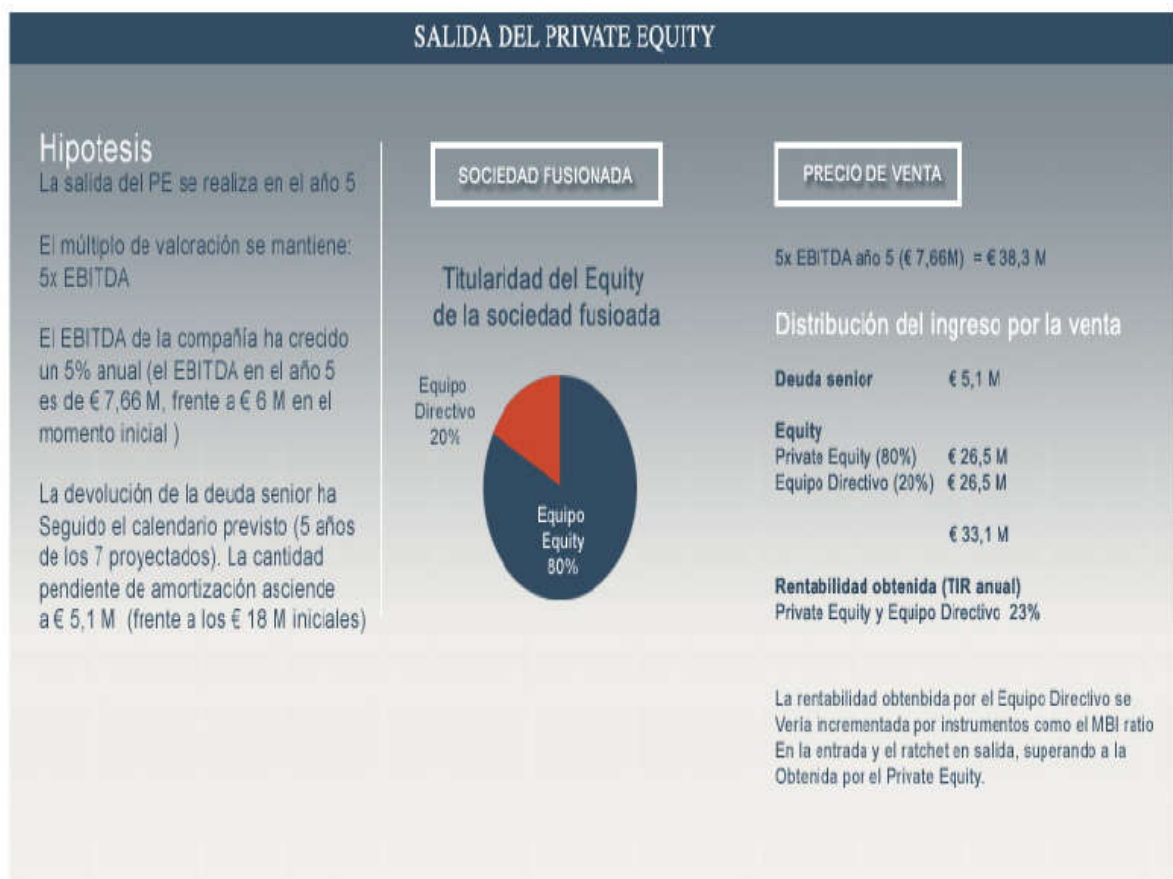
Si durante esos cinco años se ha ido devolviendo el préstamo bancario sobre la base de un calendario prevista —5 años de los 7 proyectados—, entonces, la cantidad pendiente de

amortización en el año 5 en que se venderá la compañía será de 5,1 M de euros frente a los 18 M iniciales. Sobre la base de los mismos criterios adoptados en la operación de compra de la empresa target, se decide salir de la compañía vendiéndola a otro capital de riesgo por 5 veces el EBITDA, resultando un precio de venta del 38.3 M de euros.

El equipo directivo que había invertido 800.000 euros, a los 5 años su participación vale 6,6 millones de euros, con una rentabilidad del 53% anual. Seguramente, podría decidir vender sus acciones o bien continuar con el nuevo capital de riesgo inversor.

La rentabilidad obtenida por la NEWCO es del 19% anual.

Si el capital de riesgo les hubiera dado un ratchet a los directivos, del 10% del exceso de rentabilidad que se obtuviese por encima del 15% anual, habría que agregar 400.000 euros más para el equipo directivo en el momento de la venta.



Los MBO (Management Buy Out) son operaciones en las que el equipo directivo, apoyado por un socio financiero, adquiere la compañía en la que trabaja.

En los MBI (Management Buy In) un equipo directivo externo, apoyado por un socio financiero, adquiere una compañía y toma las riendas de su gestión.

En muchos casos, parte del equipo directivo actual apoyará su proyecto e ingresará en el capital de la compañía (Buy In Management Buy Out ó BIMBO), con el fin de conseguir una visión interna de la compañía interrelacionada con otra externa, que aporte una visión estratégica y a largo plazo del potencial de la compañía.

Ejemplo de aplicación en la Fórmula 1: Equipo Honda

En la Fórmula 1 la herramienta MBO facilitó la reconversión de un equipo perdidoso en uno ganador.//. En diciembre de 2008, cuando todavía no habían transcurrido ni dos meses desde la suspensión de pagos de Lehman Brothers y compañías como General Motors y Chrysler se asomaban peligrosamente a la quiebra, Honda hizo publico su intención de abandonar sus intereses en la F-1 después de 8 años como escudería. Así, apenas 4 meses antes de que empezara la temporada de F-1 con el GP de Australia, uno de los equipos con mayor presupuesto —casi US\$ 400 millones— y 700 empleados buscaba desesperadamente un nuevo dueño. Luego de varios intentos frustrados, dos meses antes de que se iniciase la temporada, Ross Brawn hasta entonces director técnico de Honda y pieza clave para que Michael Schumacher fuera campeón del mundo con Benetton y Ferrari, planteó a los japoneses una operación de MBO bajo la cual los directivos de la escudería se hacían con el control del equipo Honda. Apenas unas semanas antes de que se iniciara el GP de Australia, los nuevos propietarios tras depositar más de US\$ 100 millones en las cuentas de Honda dieron a conocer el nuevo equipo Brawn GP. La apuesta no estaba exenta de notables riesgos en medio de una severa crisis económica que ha recortado las inversiones en publicidad corporativa, lo que les impidió contar con sponsors que les avalaran en su arriesgada aventura.

La nueva escudería, liderada por el ingeniero más experimentado de la F1, empezó a tomar las primeras decisiones. No cambiaron muchas cosas, mantuvieron a los mismos pilotos Button y Barrichelo, pero con una sustancial rebaja en sus millonarios honorarios— superior al 50%—, así como a una parte sustancial de los empleos. Técnicamente, decidieron apostar por un motor Mercedes, invertir en una arriesgada innovación técnica para los difusores de sus monoplazas, así como implementar un plan de incentivos para cada uno de los empleados sujetos a objetivos concretos. En pocos meses, Honda, un equipo que en la temporada anterior no gano ningún Gran Premio y acabó en los últimos puestos en el Mundial de constructores, ya ha ganado cuatro de los cinco GP de esta temporada 2009, ocupa las dos primeras plazas del Mundial de pilotos y es líder indiscutible de constructores. Además, se han animado a invertir sponsors que antes se habían retirado creyendo en la desaparición del equipo.

V. Requisitos para la aplicación de un MBO. Etapas

A) Negocio atractivo: la figura del "Buy Out" puede implicar un apalancamiento de la compañía, especialmente durante los primeros años. Será importante que el negocio genere un flujo de caja positivo suficiente para poder atender a las distintas formas de financiación.

Para que la inversión en el negocio sea atractiva, la firma deberá tener una explotación conveniente con posibilidades ciertas de mejora, con una posición competitiva en el mercado y un nivel de riesgo del negocio razonable en términos de producto, clientes, tecnología, proveedores, etc. Será bien ponderada su capacidad de apalancamiento y que cuente con activos útiles como garantía frente a terceros.

B) Posibilidad de una salida para el inversor: en la mayoría de los casos estas operaciones suelen financiarse de forma mixta, por un lado con fondos provenientes de unas sociedades de capital riesgo o bien de determinados inversores privados, y por otro lado con financiación bancaria, la cual contará con un plazo de amortización cierto y determinado. La entidad financiera exigirá que tanto la devolución del préstamo como el pago de los intereses se generen vía cash flows generados por la compañía, generalmente en un período comprendido

entre cinco y siete años. Además, los nuevos socios privados habitualmente permanecerán en el capital de la compañía un período medio entre tres y siete años, durante el cual, en ocasiones, el retorno de la inversión se realizará parcialmente vía dividendo. Transcurrido un plazo los nuevos socios tendrán interés en acometer la venta de su participación a un potencial inversor para obtener en ese momento el retorno principal de la inversión realizada vía plusvalía.

VI. ¿Cuál es el proceso típico de un "Management Buy Out" (MBO)?

- I. Acuerdo entre los miembros del equipo directivo para iniciar proceso de MBO.
- II. Selección y designación de una firma de asesoramiento financiero que apoyará al equipo directivo durante este proceso. Análisis entre el asesor y el equipo directivo sobre la viabilidad de un proceso de "Buy Out".
- III. Firma del acuerdo de colaboración con los asesores si el proceso sigue adelante.
- IV. Preparación de un plan de negocio entre el asesor y el equipo.
- V. Evaluación de la propuesta de precio presentada por el vendedor o en su defecto realización de una oferta inicial por parte del equipo directivo.
- VI. Búsqueda y selección de potenciales inversores por parte del asesor.
- VII. Recepción, por escrito, de ofertas de financiación y negociación con potenciales inversores financieros, generalmente SCR.
- VIII. Selección de la mejor alternativa de MBO e inicio de las negociaciones tanto con la propiedad actual como con el socio inversor.
- IX. Firma de la Carta de Intenciones.
- X. "Due Diligence".
- XI. Preparación y negociación de los contratos.
- XII. Firma de la operación.



Es posible que estemos ante el renacer de los MBO, primero y elemental, porque los directivos han perdido el miedo a emprender la aventura de ser los dueños de su propia empresa y lo que podríamos llamar cultura MBO circula con bastante soltura

en el mundo de los gestores. Segundo punto porque hay una importante masa de dinero procedente esencialmente de los private equity que busca afanosamente oportunidades de inversión en empresas con futuro, y que sabe perfectamente que el éxito de esas operaciones depende en gran medida de la capacidad profesional de sus equipos directivos y del grado de compromiso que sean capaces de aportar al proyecto. Y no hay mayor compromiso que ser

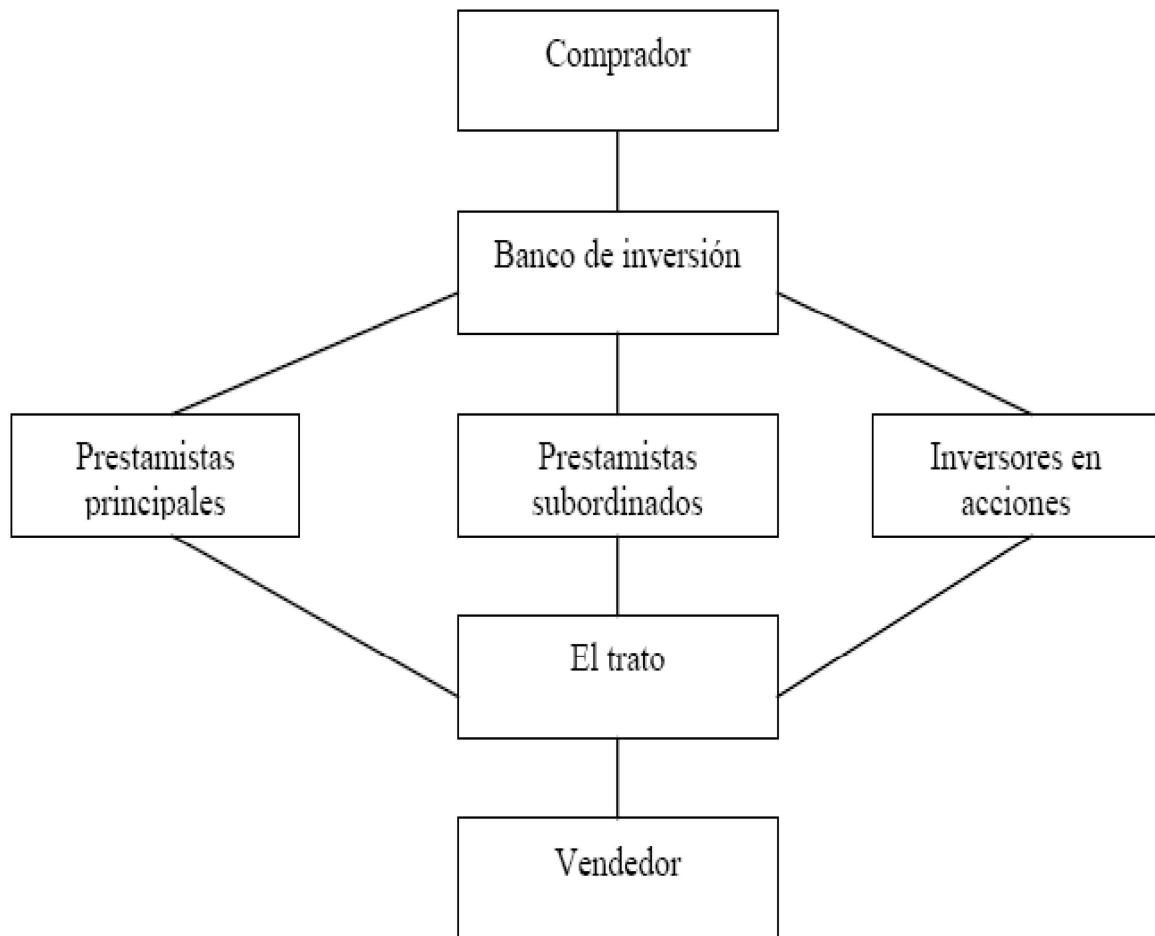
parte interesada en el proyecto.

VII. Comparación con el denominado LBO

Un leveraged buy-out es una transacción en la que se adquiere una compañía utilizando para su financiación una cantidad de deuda relativamente importante. La única garantía de dicho endeudamiento es el valor de la compañía y sus cash flows, es decir, su capacidad de repago.

Componentes y proceso de un LBO

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



VIII. Conclusiones

Entre las ventajas, el management buy-out, concretamente, ofrece algunas ventajas, como el protagonismo en la gestión del equipo directivo, el conocimiento del funcionamiento de la empresa y el mantenimiento de la autonomía e independencia de ese proyecto empresarial concreto. Además, garantiza la participación de un comprador responsable y comprometido, supone una forma de evitar la compra a terceros, la permanencia del proyecto empresarial y la rapidez y confidencialidad.

El MBO es la operación más deseable del capital riesgo: un equipo humano totalmente volcado, con sus ahorros invertidos en la empresa, conociendo la empresa perfectamente y además, pudiendo apalancar.

Entre los acuerdos cooperativos para crear valor en las organizaciones se destacan los siguientes:

CRITERIO	TIPOLOGIA	FORMAS
Actividades implicadas	— Centradas en una actividad	— Producción, I + D, Marketing...
	— Complejas	— Diversas actividades cadena de valor
Número de socios	— Dos socios	— Alianza entre multinacional y empresa nacional
	— Múltiples socios	— Consorcios, redes
Relación entre los socios	— Vertical	— Acuerdo proveedor-cliente
	— Horizontal competitiva	— Acuerdo entre competidores directos
	— Horizontal complementaria	— Acuerdo entre no competidores
Formas de acuerdos	— Acuerdos contractuales	— Franquicias, licencias, subcontratación...
	— Acuerdos accionariales	— Empresas conjuntas, participaciones minoritarias
	— Multiplicidad de acuerdos	— Redes

En todos ellos es necesaria la dirección de un equipo ejecutivo el que seguramente meditará sobre la posibilidad y conveniencia de llevar adelante un MBO tanto para la continuidad del negocio como para un crecimiento particular muy oportuno por cierto.

Fuentes:

- Localización: Estableciendo puentes en una economía global / coord. por Julio Pindado García, Gregory Payne, Vol. 1, 2008 (Ponencias), ISBN 978-84-7356-556-1
- Recoge los contenidos presentados a: Asociación Europea de Dirección y Economía de Empresa. Congreso Nacional (22. 2008. Salamanca).
- McCann Joseph, Gilkey Roderick. Fusiones y Adquisiciones de Empresas. Ediciones Díaz de Santos. Madrid.
- Mascareñas Pérez Iñigo Juan. Fusiones y Adquisiciones de Empresas. McGraw Hill. Madrid.
- Ribeiro Rodrigo, Seijas Alicia. Fusiones y Adquisiciones de Empresas en el Uruguay. Ediciones KPMG. Montevideo.