

Mediante el presente artículo, la Comisión de Investigación del Equipo de Derecho Mercantil realiza una aproximación al proceso de inversión y desinversión de los fondos de inversión o de private equity, cuyas cuotas fueron colocadas por oferta privada. Asimismo, se describen las fases de obtención de recursos, identificación de oportunidades de inversión, due diligence, negociación e inversión, evaluación de los mecanismos de salida de la inversión y salida efectiva.

¿CÓMO ACTÚAN LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO PERUANO?*



Comisión de Investigación del Equipo de Derecho Mercantil*

Katherine Graciela Zapata de la Piedra

Pía Stephanía Calle Cabrera

Ricardo Alonso Chirinos Quiroz

Jennifer Alexandra Guzmán Palomino

Luz Carmela Melitón Magallanes

Jhair Emanuel Rosadio Camahuallí

Keshia Melany Rosales Vicente

Nadia Lilith Soto Vilcapoma

Palabras clave: fondos de inversión, oferta privada, *private equity*, *target*

I. INTRODUCCIÓN

En agosto pasado, el fondo de inversión estadounidense, The Carlyle Group, adquirió el 85.42% de la empresa de seguridad Hermes Transportes Blindados S.A (“Hermes”), dedicada a “proporcionar dinero en efectivo, servicios de tránsito, procesamiento, custodia de dinero y bienes, gestión de documentos, servicios de minería, mensajería, cobros y pagos”.¹ Con esta

* Agradecemos a Oscar Trelles de Belaunde, socio del Estudio Echeopar asociado a Baker & Mckenzie International, por la revisión crítica del presente artículo.

1 Hernández & Cía Abogados. “Asesoramos a The Carlyle Group en su segunda operación de *private equity* en el Perú en la adquisición del 85.42% de la empresa Hermes Transportes Blindados S.A.” Consulta: 19 de octubre de 2015 <<http://www.ehernandez.com.pe/news/asesoramos-a-the-carlyle-group-en-su-segunda-operacion-de-private-equity-en-el-peru-en-la-adquisicion-del-85-42-de-la-empresa-hermes-transportes-blindados-s-a/>>

adquisición, el fondo de inversión consolidó su presencia en el rubro de servicios de seguridad, pues ya contaba con la compañía J&V Resguardo (que opera Liderman y Clave 3).

El caso anteriormente descrito es solo el reflejo de una de las primeras fases de la actuación de los fondos de inversión. Dichos fondos se caracterizan por analizar el mercado, realizar inversiones en éste y liquidarlas, posteriormente, esperando obtener retornos importantes.

Este artículo pretende explicar el ciclo de actuación de los fondos de inversión. Este incluye la etapa de captación de fondos, identificación de oportunidades de inversión, realización de la inversión, gestión del negocio adquirido, y finalmente, el proceso de salida.

Partamos desde lo básico: el concepto. En el Perú, un fondo de inversión es un patrimonio autónomo de capital cerrado con recursos provenientes de diversas personas (los partícipes) para la inversión compartida en uno o más activos financieros o no financieros. Este patrimonio está dividido en un número de cuotas fijas que se representan en certificados de participación.

La gestión del fondo de inversión, por cuenta y riesgo de los partícipes, está a cargo de una sociedad administradora de fondos de inversión que cuenta con personal calificado para realizar inversiones de diverso tipo. La estructura del fondo de inversión tiene como fin obtener una rentabilidad en el marco de un perfil de riesgo que vaya acorde con su política de inversiones particular¹. Los partícipes pueden ser tanto personas naturales como personas jurídicas.

Los principales elementos que caracterizan a los fondos de inversión constituidos en

el Perú son los siguientes: a) unión de recursos en propiedad colectiva: una pluralidad de personas unen sus capitales para invertir en forma conjunta y proporcional a su inversión; b) patrimonio autónomo: existe una separación jurídica y contable entre el patrimonio del fondo de inversión, el patrimonio de los partícipes y el patrimonio de la sociedad administradora de fondos de inversión; c) capital cerrado: el número de cuotas es fijo y no son susceptibles de rescate antes de la liquidación del fondo de inversión, salvo los casos en que se genere un derecho de separación; d) objeto de la inversión: pueden invertir en activos financieros, que pueden ser líquidos o ilíquidos, y también en activos no financieros; e) participación: los derechos de los partícipes se encuentran representados en cuotas de participación, que constituyen alícuotas del patrimonio del fondo de inversión; f) administración profesional: los fondos de inversión son administrados por sociedades especializadas en gestión de activos, las que llevan a cabo el manejo de las inversiones; g) riesgo de inversor: en principio, los riesgos de la inversión recaen en el partícipe y no en la sociedad administradora de fondos de inversión². Adicionalmente, es posible pactar una cláusula de *carried interest* por medio de la cual la sociedad administradora podrá participar en un cierto porcentaje de las plusvalías resultantes de las operaciones realizadas por el fondo³. Esta participación es adicional a la retribución que le corresponde a la sociedad administradora por su gestión pues se busca incentivar el buen manejo del fondo de inversión.

Cabe señalar que respecto de los fondos de inversión, en nuestro país, se aplica un tratamiento tributario transparente respecto del impuesto a la renta, es decir, las utilidades, rentas o ganancias de capital son atribuidas a los partícipes. No se considera al fondo de inversión

1 Cfr. GALLUCCIO, Miguel. (2009). *Los fondos de inversión en el Perú y su regulación: en busca de una política regulatoria eficiente*. Tesis de licenciatura en Derecho. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho, p. 19.

2 Cfr. GALLUCCIO, Miguel. Óp. cit., pp. 19-21.

3 Revista española de capital de riesgo. Glosario. Consulta: 15 de diciembre de 2015

<<http://www.recari.es/detalleGlosario.php?sec=1&id=26>>

como contribuyente para los efectos del impuesto a la renta. Cada partícipe es contribuyente de dicho impuesto de forma independiente.

En relación al Impuesto General a las Ventas (IGV), los fondos de inversión tienen calidad de contribuyentes en tanto realicen cualquiera de las inversiones permitidas por el artículo 27° de la Ley y desarrollen actividad empresarial: a) Efectúen ventas en el país de bienes afectos, en cualquiera de las etapas del ciclo de producción y distribución; b) Presten en el país servicios afectos; c) Utilicen en el país servicios prestados por no domiciliados; d) Ejecuten contratos de construcción afectos; e) Efectúen ventas afectas de bienes inmuebles; e f) Importen bienes afectos. Tratándose de bienes intangibles se considerará que importa el bien el adquirente del mismo.

En un fondo de inversión, los partícipes colocan sus excedentes con el fin de que una sociedad administradora los invierta en negocios que puedan generarles utilidades⁴. El órgano encargado de analizar y llevar a cabo las inversiones del fondo dentro de los límites correspondientes es el Comité de Inversiones de la sociedad administradora.

En cuanto a su regulación, los fondos de inversión en el Perú deben ajustarse a las disposiciones contenidas en la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobada mediante Decreto Legislativo N° 862 (la “Ley”), su reglamento, aprobado mediante Resolución SMV N° 029-2014-SMV-01 (el “Reglamento”) y sus modificatorias. Asimismo, el funcionamiento y las operaciones de cada fondo de inversión deben realizarse dentro de lo dispuesto en el Reglamento de Participación y en el contrato suscrito con el partícipe. Estos documentos son necesarios para la existencia del fondo de inversión.

Por su parte, el Reglamento indica que los fondos de inversión pueden captar recursos colocando sus certificados de participación mediante oferta pública o privada. Ello tendrá consecuencias significativas, pues los fondos de oferta privada, si bien están sujetos a la Ley y al Reglamento, no se encuentran, por lo demás, dentro del ámbito de supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Cabe resaltar que tal disposición alcanza a las sociedades administradoras que están constituidas bajo la forma de sociedades anónimas, así como a las personas relacionadas de manera directa o indirecta con el fondo de inversión.

Es importante distinguir que la sociedad administradora de un fondo de inversión puede ser tanto una sociedad administradora de fondos de inversión (S.A.F.I) como una sociedad gestora. Por un lado, corresponde a la SMV autorizar la organización y funcionamiento de la S.A.F.I, así como ejercer la supervisión de ésta. La S.A.F.I debe administrar por lo menos un fondo público y, adicionalmente, puede administrar fondos privados. Por otro lado, las sociedades gestoras administran solamente fondos privados y la SMV no ejerce supervisión respecto de ellas, por lo tanto, la gestión de dichos fondos, la información brindada y los demás servicios que estas sociedades prestan son de exclusiva responsabilidad de la sociedad gestora.

En el presente artículo nos centraremos en analizar el proceso de inversión y desinversión de aquellos fondos de inversión o *private equity* cuyas cuotas fueron colocadas por oferta privada (en adelante, los “Fondos”) y cuyas inversiones no se encuentran supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores.

II. LOS COMPRADORES Y LA DECISIÓN DE ADQUIRIR

Se suele distinguir dos clases de compradores: los estratégicos y los financieros. De acuerdo con Liliana Espinosa y Oscar Trelles,

4 Cfr. REBAZA, Alberto. (2007). “Las fusiones y adquisiciones de empresas: a propósito de la proliferación de los fondos de inversión”. *Thémis*. Lima, número 54, p. 102.

“un comprador estratégico es un comprador que tiene un interés en la adquisición que va más allá de obtener retornos financieros de la compañía adquirida, considerada individualmente”⁵. Según los mismos autores, este interés podría ser por la creación de sinergias dadas por la integración horizontal (si el comprador es un competidor en la misma industria) o vertical (si el comprador participa en la industria aguas arriba o aguas abajo), ingresar a un nuevo mercado o evitar que un competidor ingrese a un mercado en el que ya se tiene una posición relevante⁶. Por lo tanto, un comprador estratégico adquiere una empresa para mejorarla y permanecer en ella.

Por otro lado, un comprador financiero es aquel “cuyo principal interés en la adquisición es obtener un retorno de la inversión en un horizonte de tiempo definido, lo que se logra usualmente mediante dividendos o la posterior venta de la compañía, una vez que se haya logrado generar mayor valor en la misma”⁷. En consecuencia, un comprador financiero compra para vender.

Al respecto, Liliana Espinosa y Oscar Trelles señalan:

Antes de cualquier inversión, los compradores financieros preparan modelos financieros que valorizan la compañía, incluyendo en el modelo las eficiencias y el crecimiento que esperan lograr en un

horizonte definido; y sobre la base del mismo ofrecen un precio de compra justificable que luego de unos años, una vez se implementen las eficiencias, se obtenga un retorno igual o superior al objetivo⁸.

Por lo tanto, se puede decir que “un comprador estratégico adquiere la compañía pensando en el largo plazo; mientras que un comprador financiero tiene un objetivo de mediano plazo, buscando realizar una ganancia de capital dentro de dicho horizonte”⁹.

De acuerdo a lo antes mencionado, los Fondos son compradores financieros, y por lo tanto, se encuentran en búsqueda de empresas en las que se pueda crear mayor valor a corto o mediano plazo. Los Fondos invierten en esas compañías con el objetivo de incrementar su rentabilidad y hacer líquida su inversión en un corto o mediano plazo, esperando obtener un retorno interesante para los partícipes. Generalmente, el plazo de duración de un Fondo se divide en tres años de inversión, cinco años de gestión y dos años para la desinversión; sin embargo, ello puede variar de acuerdo a la estrategia de cada Fondo.

Preparándose para la inversión

De acuerdo con Reggiardo¹⁰, un proceso de inversión está conformado por las siguientes etapas:



5 ESPINOSA, Liliana y Oscar TRELLES. (2015) “Desinversiones por fondos de inversión o *private equity*”. En SOTO, Carlos Alberto (Director). *Fusiones y adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico, p. 27

6 *Ibidem*

7 *Ibidem*

8 *Ibidem*

9 *Ibidem*

10 REGGIARDO, Aldo. (2011). “Los Mecanismos de salida de las inversiones en el mercado de capital privado (*private equity*) y la experiencia peruana”. *Advocatus*. Lima, número 25, p. 189.

En el caso de los Fondos, la captación de recursos es uno de los aspectos más relevantes pues, por definición, son un patrimonio constituido para la inversión y su actividad depende directamente de los recursos que lo conformen. Los Fondos deben tener la habilidad de captar recursos de los inversionistas y, en consecuencia, esto determina todas sus operaciones.

Los inversionistas eligen un Fondo, adquieren sus cuotas (y por lo tanto incrementan los recursos del Fondo) basados en diversos factores como política de inversión y riesgo, criterios para la distribución de los beneficios obtenidos, situación económica actual, la rentabilidad obtenida en el pasado, el valor de las cuotas, la sociedad administradora del Fondo y sus comisiones, el plazo de duración del Fondo, entre otros. Sin embargo, el factor que suele ser predominante al momento de invertir en un Fondo es la experiencia y *trade record* del equipo de la sociedad administradora. Ello debido a que los gestores serán las personas encargadas de analizar el mercado y elegir las inversiones más convenientes. Un historial de buenas inversiones permitirá evaluar la experiencia y calidad de administración del equipo gestor.

Una vez que el Fondo haya obtenido los recursos necesarios examinará las oportunidades de inversión. Dado que los Fondos no se desarrollan en los rubros de negocios directamente, ni están expuestos al mercado como sí lo están quienes compiten en ese rubro, podría pensarse que están en desventaja para invertir. Sin embargo, eso no es del todo cierto, pues los Fondos realizan un riguroso análisis de las potenciales compañías objetivo (*target*), asimismo, son asesoradas por banqueros de inversión, abogados y personas que se dedican a esa industria, enfocándose en las cifras y en las tendencias del mercado¹¹.

Los Fondos pondrán en práctica su tesis de inversión, la misma que habrá sido formulada en base a diversos factores como el perfil de riesgo asumido por el Fondo, el sector de mercado en que desea desarrollar actividades, los recursos disponibles, la situación de la economía, entre otros. Asimismo, la tesis de inversión dependerá del tipo de Fondo. En ese sentido, Rebaza señala que existen diversos tipos de Fondos, como:

- i. Semilla (*seed*), que consiste en el aporte de recursos por parte del fondo a una unidad productora de bienes y/o servicios al inicio de sus actividades (destinados usualmente a bienes de capital, estudios de factibilidad, entre otros).
- ii. Puesta en marcha (*set-up*), referida al aporte destinado al inicio de la producción y de la distribución propiamente dichos.
- iii. Expansión, cuyos aportes se destinan a incrementar la delimitación geográfica del mercado en el cual la sociedad se desempeña para diversificar los bienes y/o servicios que ofrece en el mismo.
- iv. Últimas fases, compuestos de dos sub-tipos:
 - a. Adquisición con apalancamiento (*leveraged / management buyout y management buyin*): en este caso, el aporte de recursos se realiza para la adquisición de una sociedad, en la cual, el precio a pagar se obtiene principalmente de deuda, garantizada usualmente con activos de la sociedad adquirida.
 - b. Capital de sustitución (*replacement*): el inversor del capital de riesgo

“Strategic Buyers vs. Private Equity Buyers in an Investment Process”. INSEAD Working Paper No. 2014/39/DSC/EFE, p. 6. Consulta: 10 de octubre de 2015.

<<https://www.insead.edu/facultyresearch/research/doc.cfm?did=54372>>

11 Cfr. VILD, Jan y Claudia ZEISBERGER. (2014)

entra en el capital de una empresa para ocupar el lugar de un grupo de accionistas, por lo que no supone una entrada de nuevos recursos en la empresa. En este caso, el papel del inversor financiero será sustituir a un grupo de accionistas, con la finalidad de suprimir la existencia de conflictos de interés entre accionistas y volver más eficiente la estructura corporativa de la sociedad¹².

La tesis de inversión también podría considerar diversificar las inversiones pues ello permite disminuir los riesgos propios de un sector de mercado, obtener diferentes rentabilidades y tener una mayor oportunidad de inversión y variedad de compañías con potencial de crecimiento. No se debe olvidar que logrando una adecuada diversificación, el riesgo del portafolio de un Fondo se mantiene bajo, y por lo tanto, se incrementa la posibilidad de éxito del mismo, logrando atraer mayores inversionistas y recursos.

En el caso de los Fondos de tipo *buyout* con *growth strategy*, la compañía objetivo o *target* es la empresa que el Fondo desea adquirir, en su totalidad o en un porcentaje que sirva a sus intereses. Ésta empresa debe tener posibilidad de crecimiento y la forma de adquisición dependerá de su situación financiera, como veremos más adelante.

En los últimos años, según el estudio realizado por PricewaterhouseCoopers y la Escuela de Dirección de la Universidad de Piura, los Fondos han estado orientados a invertir en los sectores más dinámicos de la economía peruana, como el rubro inmobiliario y *retail*, y apuntan a los sectores que se avizoran con mayor potencial de crecimiento. Por otro lado, también buscan crear sinergias mediante su participación

en negocios que puedan complementarse, consiguiendo implementar una estrategia de desarrollo integral¹³.

El siguiente paso es el *due diligence* que puede ser, entre otros, legal, financiero o comercial. El *due diligence* legal puede definirse como “un procedimiento a través del cual se investiga, analiza e interpreta la situación legal de una entidad, según el alcance establecido con el comprador del negocio”¹⁴.

El *due diligence* legal permitirá analizar la viabilidad de la compra mediante la identificación de las oportunidades y riesgos vinculados al negocio, los pasivos y contingencias que implicarían un ajuste al precio de compra o mayores garantías y otorga una mayor tranquilidad y seguridad para el comprador¹⁵. Si bien el *due diligence* realizado por el comprador es de gran utilidad para la toma de decisiones, en ciertos casos, es muy recomendable que anteriormente el vendedor haya realizado un *due diligence* respecto de su compañía. Este *due diligence* permitirá al vendedor no solo ordenar la información y presentarla de una mejor manera, sino también le dará la oportunidad de identificar las contingencias y mitigarlas a fin de que el precio de la transacción no sea castigado.

Al no desenvolverse en el sector de mercado como competidor estratégico y teniendo en cuenta que la compra es financiada con recursos de terceros, el *due diligence* realizado por los Fondos consiste en un análisis exhaustivo, no solo de la información del

12 REBAZA, Alberto. (2007). “Las fusiones y adquisiciones de empresas: a propósito de la proliferación de los fondos de inversión”. *Thémis*. Lima, número 54, p. 103.

13 Cfr. Pricewaterhousecoopers Sociedad Civil de Responsabilidad Limitada (PWC) y Escuela de Dirección de la Universidad de Piura (PAD). (2014). Estudio sobre Fusiones y Adquisiciones 2014. Lima, p.10. Consulta: 10 de octubre de 2015.

<<http://www.pwc.com/pe/es/publicaciones/estudio-fusiones-y-adquisiciones-2014.html>>

14 TEJADA, María Isabel y otros. (2011). “La Due Diligence Legal”. *Thémis*. Época 2, No. 59, p. 214.

15 *Ibidem*

target, sino también del sector de mercado en el que se desarrolla y su modelo de negocio.

De acuerdo a Vild y Zeisberger, en el *due diligence*, el Fondo determinará si el *target* tiene valor en su totalidad y, por lo tanto, puede ser un negocio independiente. Asimismo, se pondrá atención en el historial financiero y operacional del *target*, sus proyecciones y sus flujos de dinero, asegurándose con ello que la compañía pueda obtener financiamientos futuros¹⁶. Sin embargo, como hemos mencionado, ello resulta aplicable al Fondo de tipo *buyout* con *growth strategy* y podría variar de acuerdo a la estrategia de inversión de otros Fondos. Adicionalmente, en el *due diligence*, el Fondo identificará las oportunidades de mejoras operacionales, el potencial de crecimiento, las formas de salida de la inversión en el futuro y un plan de acción inmediato tras el cierre de la operación de compra¹⁷.

Uno de los principales retos del Fondo será realizar una correcta valorización del *target* en función a la información que posea, teniendo en cuenta las posibilidades de salida de la inversión y el retorno esperado.

III. ¿CÓMO ADQUIEREN LOS FONDOS DE INVERSIÓN?

La compra de empresas o inversión es una etapa central dentro del proceso de adquisición y puede adoptar diversas formas dependiendo de los intereses de las partes y la regulación existente.

A) Modalidades de adquisición de empresas:

- a) Compra de acciones: Las operaciones de adquisición de empresas generalmente se realizan por medio de un contrato de compraventa de

acciones (*Stock Purchase Agreement -SPA*).

Este método de adquisición consiste básicamente en la transferencia de acciones al comprador (el Fondo) a cambio del pago de un precio al vendedor (accionistas del *target*); no obstante, es un proceso que comprende muchas más aristas.

La adquisición de acciones, a diferencia de otras operaciones de compra que se realizan en el mercado, es mucho más compleja debido a que no solo se transfieren las acciones sino la propiedad del *target* que éstas representan. Esta entidad conforma “un conjunto de relaciones jurídicas (*derechos reales, derechos crediticios, obligaciones, posiciones litigiosas, relaciones de derecho público, etc.*) de las cuales derivan los flujos de efectivo que al final constituyen el valor de la empresa”¹⁸. En este sentido, el objeto del contrato importa una realidad jurídica y económica mucho más grande y compleja por lo que se requiere un extenso desarrollo de las obligaciones del comprador y vendedor en el contrato.

Ahora bien, uno de los puntos de mayor importancia para efectuar la compra de acciones es determinar el porcentaje que se va adquirir, es decir, si el comprador adquirirá un paquete de control o un paquete de no control, ello dependerá de la tesis de inversión del Fondo.

Usualmente, los Fondos buscan adquirir un porcentaje de acciones que le permita tomar decisiones

16 VILD, Jan y Claudia ZEISBERGER. Óp. cit., p. 6.

17 *Ibidem*.

18 PAYET, José Antonio. “Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresa y la responsabilidad de vendedor”. *Ius Et Veritas*. Lima, 2009, número 39, p. 102.

sin la necesidad del acuerdo de los demás accionistas. No es raro que cuando no se adquiera la totalidad de las acciones de la empresa, paralelamente puedan surgir otras negociaciones con los accionistas que se quedaron en la empresa. Ello con la finalidad de suscribir un convenio de accionistas, es decir, un contrato mediante el cual se regulen las relaciones entre el Fondo y los otros accionistas.

Por otro lado, es importante visualizar el componente tributario en la adquisición de acciones. Según señala Alex Córdova, *“las adquisiciones de empresas [...] no solo suponen la transferencia del derecho de propiedad sobre los bienes que se intercambian, sino que también originan formalmente la transmisión de flujos de riqueza a favor de los entes transferentes”*¹⁹.

Por esa razón, las ganancias de capital generadas por estas transferencias se encuentran gravadas con el Impuesto a la Renta, por lo que si el vendedor es una persona natural domiciliada se encontrará obligado al pago de un 5% sobre la ganancia de capital y 28% si se trata de una persona jurídica domiciliada, ambos porcentajes podrían variar teniendo en cuenta el cronograma establecido en la Ley de Impuesto a la Renta aprobada por el Decreto Supremo N° 179-2004-EF. A su vez, si el vendedor es una persona natural no domiciliada estará obligada al pago de 30%, mientras que la persona jurídica no domiciliada estará obligada al pago del 5%. De esta manera, es importante al momento de adqui-

rir acciones, determinar cuál será el monto que se pagará como impuesto a la renta ya que éste podría hacer más costosa la transacción. La venta de acciones no está gravada con el Impuesto General a las Ventas.

- b) Adquisición de Líneas de Negocio: El comprador también podría optar por la transferencia de uno o más bloques patrimoniales desde el *target*, los cuales pueden estar conformados por activos o por activos y pasivos. De acuerdo con ello, la empresa vendedora puede transferir un bloque patrimonial que tenga un valor positivo debido a que el valor de los activos es mayor que los pasivos; sin embargo, también puede suceder que el valor del bloque transferido sea igual a cero o negativo. Según señala Alberth Forsyth:

Podría sonar extraño que alguien se encuentre interesado en adquirir una empresa que, como consecuencia de la operación, obtenga un patrimonio negativo o igual a cero por la transferencia del bloque patrimonial; sin embargo, ello ocurre dado que los vendedores poseen distintas líneas de negocio o actividades dentro de la estructura de sus empresas, y desean en ciertos casos transferir únicamente una línea de negocio²⁰.

De esta manera, podemos observar que el adquirente no siempre busca adquirir un bloque patrimonial positivo sino que sus intereses pueden estar dirigidos a obtener una línea de negocio que pueda explotar en el futuro. En este sentido, las partes pueden negociar y determinar libremente el valor del

19 CÓRDOVA, Alex. (2010). “El régimen fiscal de las fusiones y adquisiciones de empresas”. *Fusiones y Adquisiciones – Aspectos Internacionales*. Tomo I, Editorial Abeledo Perrot: Buenos Aires, p. 55.

20 FORSYTH, Alberth. (2011). “Adquisición de empresas y activos de negocios: un enfoque práctico”. *Themis*. Lima, número 59, p. 127.

bloque patrimonial que será transferido, a pesar de que contablemente éste tenga un valor negativo.

Por otro lado, la adquisición de un bloque patrimonial importante del *target* no otorga titularidad directa sobre la misma; sin embargo, representa la fuente generadora de flujos de capital, por lo que su obtención vendría a ser igual de beneficiosa. A su vez, este tipo de operación permite al comprador reducir el riesgo de lidiar con la aparición de pasivos ocultos o contingencias que le generen pérdidas; sin embargo, ese riesgo no desaparece. De acuerdo al Código Tributario, quien compra activos de una empresa, en ciertos casos, podría verse expuesto a las contingencias tributarias del anterior propietario pues será considerado como responsable solidario durante el plazo de prescripción correspondiente. Asimismo, debe tomarse en cuenta que el comprador (el Fondo) también será considerado responsable solidario frente a las contingencias laborales del vendedor (el *target*).

- c) Suscripción de acciones (aporte de capital): Este tipo de operación consiste en un aporte dinerario que realiza el Fondo al *target* con la finalidad de obtener una cantidad de acciones proporcional a su inversión. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que en ciertos casos la inversión puede ser mayor que la cantidad de acciones recibidas pues adicionalmente al pago del valor nominal de las acciones, se podría pagar una prima de capital. Es importante determinar cuál va a ser el valor de la inversión (incluyendo la prima de capital) y cuál será la proporción de acciones que se recibirán a cambio pues en base a ello el Fondo decidirá

si esa operación se adecúa a su estrategia de inversión.

A diferencia de otras modalidades de adquisición, en esta opción, el capital del *target* será modificado en virtud del aporte de capital que se está realizando por lo que será la sociedad y no los accionistas quien reciban el dinero. Asimismo, en este tipo de operaciones, usualmente, el *target* requiere de capital para “(i) continuar un crecimiento programado, (ii) cubrir el capital de trabajo que necesita, o (iii) reestructurar su endeudamiento”²¹. Por ésta razón, las partes celebran un contrato de inversión en el cual se estructura el aporte y se establece la inversión como una obligación contractual.

B) Estrategias de adquisición:

Las transacciones de adquisición se han estado sofisticando en el tiempo y se han implementado nuevos mecanismos que puedan satisfacer las necesidades que surgen en el mundo de las adquisiciones de capital privado. Así, entre las diversas formas de financiamiento para adquisiciones han surgido las siguientes modalidades:

- a. *Leveraged buyout*: Las transacciones de adquisición implican el desembolso de grandes cantidades de dinero por parte del Fondo. Este tipo de operaciones muchas veces supone un gran riesgo para el adquirente porque “normalmente, la inyección de dinero por parte del fondo de inversión, o el inversionista que sea, tiene su origen en una combinación de capital propio (*equity*) y de préstamo (*deuda*) obtenida de instituciones financie-

21 REBAZA, Alberto. (2007). “Las fusiones y adquisiciones de empresas: a propósito de la proliferación de los fondos de inversión”. *Thémis*. Lima, número 54, p. 103.

ras, siendo que, entonces, muchas de éstas estructuras tienen un grado de apalancamiento vía endeudamiento relativamente importante”²².

Esta modalidad de adquisición, tiene la ventaja de mitigar los riesgos de pérdida y permite al Fondo poder utilizar sus recursos en más de una inversión. Así, no se tendrá que concentrar todo el capital del Fondo en una sola operación, aumentando las posibilidades de obtener un retorno.

- b. *Management buyout*: Como compradores financieros la finalidad de los Fondos consiste en administrar temporalmente la empresa adquirida para luego venderla y obtener un alto retorno. De esta manera, “la participación de los administradores en la operación y su labor al frente de la conducción de los negocios de la sociedad objeto resulta clave y vital”²³. Así, “con el fin de involucrar y comprometer al máximo a la administración, es común ver en las operaciones de private equity que la administración participe como inversionista de la adquisición, generándose una estructura de management buyout (MBO)”²⁴.

La estructura de este tipo de adquisición, involucra a los administradores del target en el negocio de tal manera que se conviertan en coinversionistas y tengan un interés en el crecimiento y desarrollo de la misma, asegurando su rentabilidad. De este modo, el Fondo genera incentivos adicionales y asegura que la administra-

ción del target se comprometa en los negocios de la empresa y tenga un desempeño diligente.

Como hemos mencionado, producto de una compra de acciones o un aumento de capital del target, el Fondo puede no ser titular de todas las acciones del target. En estos casos, y especialmente cuando el Fondo ha adquirido minoría del accionariado, adicionalmente a los contratos ya indicados, es necesario que se suscriba un convenio de accionistas

En este sentido, Rebaza señala que los convenios de accionistas garantizan dos aspectos centrales:

(i) La adopción de decisiones al interior de la sociedad (es decir, el nivel de control parcial o total que tendrá el fondo de inversión en la sociedad en la que invierte); y (ii) el otorgamiento de liquidez a las acciones adquiridas, las mismas que, sobre todo en las empresas no listadas en bolsa, pueden ser de difícil venta a terceros²⁵.

El primer objetivo se alcanza, entre otras formas, estipulando en el convenio de accionistas el quórum y mayorías más altas a las señaladas en la Ley General de Sociedades. De esta forma, ciertos accionistas se aseguran de que su voto sea necesario en asuntos de especial relevancia en la vida de la sociedad.

Asimismo, una opción para lograr el segundo objetivo mencionado es la suscripción de un convenio de accionistas en el que se estipulen cláusulas que permitan al Fondo salir de

22 HERNANDEZ GAZZO, Juan Luis y ESCRIBENS OLAECHEA, Jaime. (2007). “Private equity y buyouts (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano”. *Derecho PUCP*. Lima, número 60, p. 283.

23 *Ibidem*

24 *Ibidem*

25 REBAZA, Alberto. *Óp. cit.* p. 106.

la inversión en el futuro, así como el procedimiento para ejercerlas.

Al respecto, Aldo Reggiardo, señala:

[...] éstas cláusulas [cuyo fin es hacer permitir la salida del negocio] tienen por objetivo proteger la finalidad última de la inversión de capital privado, el cual es obtener la máxima rentabilidad posible de la inversión a través de su salida del capital de la empresa objetivo en un plazo previamente determinado, siempre dependiendo de las circunstancias del mercado y de las oportunidades de salida que se puedan presentar durante el plazo de la inversión.²⁶

Las cláusulas más usuales, según Rebaza, suelen ser:

(i) Opciones de venta (*put options*) y opciones de compra (*call options*): Las primeras conllevan a que, en cuanto sean ejercidas por un accionista, la contraparte esté obligada a comprar sus acciones; las segundas implican que, en cuanto sean ejercidas, el accionista que tenga a su favor la opción pueda comprar las acciones de su contraparte, generándose respecto de este último la obligación de venderlas. En ambas se genera, en su ejercicio, la obligación de pago respecto de los otros accionistas.

(ii) *Tag along right* y *drag along right*: Por un lado, el *tag along right* genera un derecho de venta conjunta, es decir, si un accionista decide vender sus acciones, el otro accionista puede sumarse a esa venta a fin de que el tercero adquiera las acciones de ambos en los mismos términos. Por otro lado, el *drag along right* faculta

a un accionista a ofrecer a un tercero las acciones de otro accionista a fin de vender las acciones en conjunto, arrastrando al otro accionista a la venta. En ambas, se origina la obligación de pago respecto del tercero adquirente de las acciones²⁷.

Finalmente, una vez adquirido el *target*, el Fondo pondrá en práctica todos sus conocimientos especializados a fin de incrementar la rentabilidad de la empresa mediante mejoras estratégicas y operativas. Los cambios dependerán del tipo de empresa y sector de mercado; asimismo, se buscará solucionar las contingencias halladas en el *due diligence*.

IV. EL RETORNO DE LA INVERSIÓN

La finalidad de los Fondos, en la desinversión, es obtener la rentabilidad máxima posible. Ello es la característica que diferencia a los Fondos de otras figuras pues en tanto asumen mayor riesgo, mayor rentabilidad pueden obtener.

La importancia de esta etapa radica en que en ella se conocerá en definitiva si el Fondo fue rentable o no. En palabras de Liliana Espinosa y Oscar Trelles "*la efectiva rentabilidad de la inversión se medirá en la salida, lo cual dará credibilidad, confianza y buen track record a los administradores del fondo*"²⁸. En pos de dicha rentabilidad, los Fondos pueden adoptar diversas estrategias a fin de optimizar sus ganancias.

- ¿CÓMO VENDO?

a) Venta directa: Habiendo invertido en una empresa con expectativa de crecimiento, y luego de haberla desarrollado

26 REGGIARDO, Aldo. Óp. cit. p. 184.

27 REBAZA, Alberto. Óp. cit. 109 – 111.

28 ESPINOSA, Liliana y OSCAR TRELLES. Óp. cit., p. 23.

(ahora más eficiente y con mayor valor), llega el momento de la desinversión.

En nuestro país, la venta de empresas mediante venta de acciones o venta de activos son la opciones más comunes para que los Fondos salgan de la inversión. Al respecto Aldo Reggiardo señala:

Una de las fórmulas usuales a través de la cual se suele hacer líquida una inversión de capital privado, es a través de la transferencia de la sociedad objetivo (o por lo menos de las acciones o participaciones sociales del socio inversionista) a un tercero adquirente (inversionista estratégico) que esté interesado en dicha empresa[...]. En mercados como los nuestros en el que el desarrollo de un mercado de ofertas públicas de venta (OPV) y de ofertas de venta iniciales (IPO) s aún incipiente, sin duda que este tipo de operaciones son la principal fuente de salida con la que cuentan los gestores de fondos de inversión de capital privado.²⁹

En ese sentido, la alternativa más usual es la venta a un inversionista estratégico. Sin embargo, ello no es óbice para que otro fondo de inversión (inversionista financiero) sea el comprador.

(i) Venta de acciones: Mediante la venta de acciones se transfiere la persona jurídica como tal, con sus derechos y obligaciones, los cuales no sufren ninguna alteración en la transferencia. No se requiere cesión de contratos ni transferencia de bienes pues todo el patrimonio de la empresa sigue perteneciendo a la misma persona jurídica cuyo único cambio es la titularidad de acciones que son ahora del comprador.

Asimismo, el precio es recibido directamente por el accionista que vende (en nuestro caso, el Fondo) y según la complejidad de la transferencia, el comprador usualmente exigirá mayores garantías y la responsabilidad del vendedor se extenderá frente a las contingencias que pudiera presentar posteriormente la empresa adquirida³⁰.

(ii) Venta de activos: Mediante la venta de activos se agrupan, en un bloque patrimonial, bienes que conforman una línea de negocio en su totalidad. Por ejemplo, si se quiere transferir el negocio de venta de comida rápida, tendría que agruparse en el bloque el inmueble donde se realiza la actividad o el contrato mediante el cual se tiene derecho de uso del inmueble, el contrato de franquicia, las licencias y todo bien o derecho que sea usado en el desarrollo del negocio, incluyendo también la financiación, de ser el caso. Para esto se tendrá que ceder la posición contractual de la empresa en los diversos contratos y al cambiar los bienes de propiedad, se tendrá que inscribir en Registros Públicos dichos cambios cuando corresponda.

En este caso, el precio es recibido por la empresa (*target*) y no por el accionista (Fondo) que a su vez recibe la rentabilidad mediante la repartición de dividendos o liquidando la empresa y repartiendo las utilidades generadas por ésta. Este proceso implica un menor alcance de las responsabilidades del vendedor pero la transferencia efectiva de todo el bloque de negocio requiere de un tiempo más largo para su implementación.

29 REGGIARDO, Aldo. Óp. cit. 187 - 188

30 ESPINOSA, Liliana y Oscar TRELLES. Óp. cit., p. 30

- b) Acudir al Mercado de Valores: Ésta forma de salida se refiere a que el *target* salga al mercado de valores mediante una IPO (*Initial Public Offering*) o una OPV (Oferta Pública de Venta), lo cual, según explica Aldo Reggiardo, se da mediante la ejecución de una cláusula en la cual “*lo que se pretende es otorgar al inversionista de capital privado del [sic] derecho a exigir a la sociedad objetivo que registre las acciones de su propiedad en un mercado secundario y que éstas sean transferidas de forma prioritaria en una oferta pública de venta frente a cualquier otro paquete accionario de la sociedad –registration rights.*”³¹.

Sin embargo, debido a que nuestro mercado de valores no es muy líquido y el procedimiento para registrar valores es complejo y costoso, la opción de la venta directa para el Fondo, resulta la menos complicada y costosa.

En algunos casos, el Fondo puede optar por salidas parciales de su inversión, a fin de devolver parte de su inversión a los partícipes que necesitan liquidez, sin tener que perder su posición en la empresa. Esta devolución parcial de fondos puede ser a través de la distribución de dividendos, por la reducción de capital por devolución de aportes, o por la recompra de acciones por parte de la compañía³². Lo anterior puede estar motivado en la disposición del Fondo a esperar un tiempo más para obtener una rentabilidad mayor de sus inversiones³³.

- ¿A QUIÉN LE VENDO?

En el mercado peruano, la salida de inversiones de *private equity* está representada, principalmente, por la venta direc-

ta de paquetes accionarios por parte del Fondo a compradores estratégicos (ventas estratégicas).

En términos económicos, una venta estratégica podría resultar *más favorecedora para el Fondo* debido a que un comprador estratégico podría estar dispuesto a pagar un mayor precio en función a los activos del *target* y las sinergias que podría lograr con otras empresas de su titularidad.

De acuerdo con Reggiardo, dentro de las principales razones por las cuales un comprador estratégico podría realizar esa adquisición son: (i) deseo de incrementar su participación en la industria mediante una adquisición horizontal de un competidor, (ii) búsqueda de consolidación de la cadena de producción mediante una adquisición vertical, e (iii) interés de una empresa multinacional o transnacional de expandir su mercado de influencia al Perú sin tener que incurrir en los costos de acceso al mercado que implicaría empezar desde cero una empresa³⁴.

Otra posibilidad que se analiza con miras a futuro es la venta de la empresa o paquete accionario a otros Fondos con mayor dimensión y experiencia (*secondary buyouts*).

De acuerdo a Aldo Reggiardo, no es de extrañar que algunos Fondos busquen hacer líquidas sus inversiones a través de una transferencia directa a un fondo de inversión de mayor experiencia, el cual puede ser un Fondo extranjero, considerando los siguientes motivos: (i) la identificación de oportunidades de crecimiento no identificadas originalmente por los Fondos locales, (ii) se considera que con determinados cambios en la gestión se podría incrementar el valor de la empresa, o (iii) que por la coyuntura mundial, es recomendable dirigir el portafolio de inversiones a mercados emergentes

31 Cfr. REGGIARDO, Aldo. Óp. cit. p. 189.

32 Cfr. ESPINOSA, Liliانا y Oscar TRELLES. Óp. cit. p. 45-47

33 TALMOR, Eri y Florin VASVARI, citado por ESPINOSA, Liliانا y Oscar TRELLES. Óp. cit. p. 45

34 Cfr. REGGIARDO, Aldo. Óp. cit. p. 191.

con el fin de diversificar y reducir la exposición al mercado internacional³⁵.

- ¿A CUÁNTO VENDO?

Existen diversos métodos de valuación para determinar el valor del *target* y con ello el precio a negociar. Los siguientes métodos son los más utilizados:

- a) **Múltiplo EBITDA:** La valuación por múltiplos es una forma de expresar el valor de una acción a través de la comparación con el valor otorgado por otras empresas en situaciones análogas. Por ejemplo, para usar la valuación por múltiplos en el precio de un edificio, se toma en cuenta el valor del metro cuadrado de otros edificios que se hayan vendido recientemente en la zona³⁶. En el ejemplo planteado, la unidad de medida elegida para la comparación es el metro cuadrado, corresponde en el caso de las acciones también usar una unidad de medida o ‘razón’ (ratio) para realizar la comparación. Así, EBITDA es una ratio que mide el valor de una acción según el valor de la empresa que la emite. El valor de la empresa para este método se basa en el monto de la cuenta de Resultados Acumulados, es decir, ingresos menos gastos, y esto sin descontar las deudas.

En ese sentido, según sus siglas en inglés, EBITDA significa “*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*” (Utilidad Antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones). Según Alberto Rebaza y Lucía Ochoa “*el cálculo EBITDA se realiza en base al estado de ganancias y pérdidas de una compañía, y mide las ganancias de ésta, cancelando los efectos tributarios y los efectos de las*

distintas estructuras de capital. Se trata de la utilidad operativa”³⁷.

El EBITDA es un indicador financiero basado en el beneficio bruto de una empresa, es decir, mide la utilidad sin tener en cuenta los gastos de la empresa o su alto grado de apalancamiento.

La valuación de acciones por múltiplos es de la más fáciles de realizar, ya que se basa en una comparación con otros valores cercanos. Sin embargo, la desventaja es que se basa en el supuesto de que las empresas con las que se realiza la comparación de valor, tienen el mismo nivel de crecimiento, lo cual es muy impreciso.

- b) **Price to Earnings Ratio (PER):** Este es uno de los múltiplos más utilizados en el mercado. Es el resultado del Precio Por Acción (PPA) con respecto al Beneficio Por Acción (UPA)³⁸ (UPA) [PER= PPA/UPA]. Este indicador se circunscribe al comportamiento bursátil. Se identifica usualmente como la relación precio-beneficio³⁹.

Una de las dificultades que presenta este método es que no toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo. Tampoco toma en cuenta la variación de los rendimientos a largo plazo. Una forma de subsanar las deficiencias del PER es introducir el valor presente de la oportunidad de crecimiento (VPOC). Este factor coyuntural busca determinar las variaciones

35 Ídem, p. 192

36 Ejemplo recogido de: BERK, Jonathan, y Peter DEMARZO. Finanzas Corporativas. Capítulo 9: Valuación de Acciones. México, 2008, p. 263: Pearson.

37 REBAZA, Alberto y, Lucía OCHOA. (2015). “Controversias principales en contratos de compraventa de acciones”. En SOTO, Carlos Alberto (Director). *Fusiones y adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico, p. 55.

38 Es el beneficio neto de un periodo después de deducir los impuestos de la empresa, dividido entre el número total de acciones emitidas por la empresa.

39 PARRA BARRIOS, Alberto. “Valoración de empresas: métodos de valoración”. *Contexto*. Armenia, 2013, Vol. (2), pp. 87-100.

de las utilidades futuras de la empresa. El valor de la empresa entonces se obtendría a partir de la siguiente fórmula: “precio de la compañía = (utilidad neta x PER) + VPOC”.⁴⁰

- c) Descuento de flujo de efectivo de caja libres: Este método toma en cuenta el valor de la empresa como la utilidad obtenida en un período determinado, sin deducir de esta los intereses e impuestos (*EBIT*). Sí se considera en el cálculo la deducción de las amortizaciones y depreciaciones. A través de esta herramienta se intenta medir la “capacidad de generación de riqueza” de una determinada empresa.⁴¹

Dicho de una manera más sencilla, en este método “el valor empresarial se interpreta como el costo neto de adquirir las acciones de la empresa, tomar su efectivo, pagar toda su deuda y así poseer el negocio sin apalancar”.⁴²

Asimismo, la diferencia de este método con el del múltiplo *EBITDA*, es que el segundo realiza la valorización comparando a una empresa con otras en situaciones análogas. Sin embargo, en este caso la valorización se basa en el análisis del desempeño del propio negocio de la empresa, proyectado en sus Estados Financieros, a partir de los que se estima la ganancia que generará dicha inversión.

De acuerdo a Liliana Espinosa y Oscar Trelles este método consiste en asignar el valor a la compañía de acuerdo a lo siguiente:

Determinar los flujos de caja libres en un período relevante [...], estimar el valor terminal, traer dichos montos al valor presente y sumarle el valor de los activos no productivos que se estima podrían ser vendidos [...]. A este monto debe agregársele, en el caso de compradores estratégicos, el valor de las sinergias que se generan por la compra, como podría ser el ahorro de costos [...] o un mayor margen operativo [...]. Para determinar el valor patrimonial, que es el valor atribuible a los accionistas, debe restarse al valor de la compañía, aquella parte atribuible a los acreedores financieros. Esto implica restarle al valor compañía el valor de la deuda financiera neta de caja de la compañía. El resultado es el monto atribuible a los accionistas, que es el precio que será pagado por el comprador⁴³.

V. EXPERIENCIA PERUANA

El 17 de setiembre del 2014 la compañía Sodimac, empresa subsidiaria del Grupo Falabella Perú, compró el 100% de las acciones de la empresa Maestro Perú S.A. (“Maestro”). Maestro era una empresa constituida bajo las leyes de la República del Perú el 5 de junio de 1978 y antes de la adquisición ya contaba con 29 tiendas distribuidas en el país bajo la marca Maestro. El fondo de inversión Enfoca Descubridor 1, administrado por Enfoca Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (Enfoca S.A.F.I) era el principal accionista de Maestro.⁴⁴

La adquisición por Sodimac de Maestro se realizó mediante una operación en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) por un valor total de S/. 1,404 millones, el cual fue

40 PARRA BARRIOS, Alberto. “Valoración de empresas: métodos de valoración”. *Contexto*. Armenia, 2013, Vol. (2), pp. 87-100.

41 *Ibidem*, p. 99.

42 BERK, Jonathan, y Peter DEMARZO. *Finanzas Corporativas*. Capítulo 9: Valuación de Acciones. México, 2008, p. 258: Pearson.

43 ESPINOSA, Liliana y Oscar TRELLES. *Óp. cit.*, p. 32.

44 Datos recopilados de la página web de la Superintendencia de Mercado de Valores, donde se encuentran los Estados Financieros de Maestro Perú S.A. en el período II del año 2014.

financiado a través de una entidad bancaria internacional.⁴⁵

La historia

El inicio de esta operación fue en agosto del año 2007, cuando el fondo de inversión Enfoca Descubridor 1 (“Enfoca”) invirtió por primera vez en Maestro, por medio de Enfoca S.A.F.I. Maestro era una empresa que buscaba satisfacer la demanda del constructor y maestro ferretero. En dicho escenario, Poldi Weil, el entonces gerente comercial de Maestro, proyectaba crecer y abrir más tiendas para el 2010.⁴⁶

Maestro gozaba de un buen posicionamiento en el mercado y altas expectativas de crecimiento que hacían atractiva la inversión en su negocio. Se barajaron distintas opciones para lograr dicho financiamiento, desde una oferta pública inicial, emitir deuda o incluso hasta asociarse con *retailers* regionales interesados en este segmento del mercado, tales como Cencosud, Falabella o Ripley; antes de inclinarse por aceptar la inversión de un fondo de inversión⁴⁷.

Enfoca fue adquiriendo Maestro por partes. Su primera inversión fue de US\$ 12 millones, con los que adquirió el 17.9% del accionariado. A ésta le siguió otra de US\$ 120 millones en el 2009, año en que consiguió el control de la empresa⁴⁸.

Una vez que Enfoca logró el control de Maestro, el reto fue mejorar la empresa y así, su posición en el mercado; teniendo ya a Sodimac como competidor⁴⁹. En los años que duró la inversión de Enfoca, Maestro adquirió terrenos en Lima y el resto del Perú, abrió más tiendas lo que le permitió aprovechar mayores economías de escala con sus proveedores, y fortalecer su marca. Maestro emprendió campañas de fidelización de clientela mediante acuerdos con tarjetas de crédito y explotó la figura del asesor y los talleres en tienda. Las estrategias fueron un éxito: las ventas de Maestro se aceleraron, y el *Ebitda* de la empresa creció⁵⁰.

El momento de tomar decisiones para Enfoca había llegado

Coincidentemente, para finales del 2012, Enfoca cumplía seis años y se encontraba en un período de desinversión, es decir, buscaba salir de las inversiones realizadas de la manera más eficiente y hacerse con el mayor margen de ganancias posible.⁵¹

En este contexto fue que se empezó a considerar, durante el 2013, la venta de Maestro. El primer interesado fue Sodimac, su más cercano competidor, quien a través de las propias declaraciones del presidente ejecutivo de la cadena, tenía en la mira a Maestro desde hacía seis años atrás y aunque habían mostrado interés en adqui-

45 Estos datos fueron declarados en una entrevista periodística por el entonces presidente del directorio Juan Xavier Roca, y esta información fue confirmada por Maestro, ante la Superintendencia de Mercado de Valores como hecho de importancia mediante comunicación de fecha 23 de setiembre del 2014.

46 STIGLICH, Andrea y Rodrigo ARCE. “Venta de Maestro a Sodimac: la hora de la cosecha”. *Semana Económica*. Lima, 27 de setiembre de 2014. Consulta: 09 de octubre 2015.

<<http://semanaeconomica.com/article/empresa/negocios/144881-venta-de-maestro-a-sodimac-la-hora-de-la-cosecha/>>

47 *Ibidem*.

48 *Ibidem*.

49 El propio presidente del directorio de la cadena Falabella Perú, Juan Xavier Roca, manifestó que Sodimac poseía ventaja a nivel de facturación frente a Maestro, pero estaban interesados en expandir sus tiendas y niveles de oferta. Con la adquisición de Maestro, llegaron a alcanzar el 17% del dominio del rubro en el mercado, casi el doble de su anterior participación. Estas declaraciones han sido confirmadas por la propia empresa Maestro, ante la Superintendencia de Mercado de Valores como hecho de importancia mediante la Carta del 23 de setiembre del 2014.

50 STIGLICH, Andrea y Rodrigo ARCE. Op. Cit..

51 STIGLICH, Andrea y Rodrigo ARCE. Op. Cit..

riarla en repetidas ocasiones, no había tenido éxito en ello⁵².

Una salida por todo lo alto

Después de seis meses de negociaciones, se consiguió concretar la venta de Maestro. Al respecto numerosos expertos coinciden en que la transacción fue un completo éxito para la industria de *private equity*, convirtiéndose en la salida más grande y significativa que ha habido. El múltiplo de la transacción fue 17.5 veces *Ebitda*, según LarrainVial⁵³, incluyendo el pago por activos no productivos.

Finalmente, tras la compra, Falabella incrementó su presencia en el mercado ferretero gracias a Sodimac y Maestro, y ha logrado posicionarse en el mercado de home centers de productos para el mantenimiento del hogar. Además, Falabella logró una sinergia con su competidor más importante quedándose en el mercado con Promart y Casinelli, como competidores⁵⁴.

VI. CONSIDERACIONES FINALES

- Un fondo de inversión es un patrimonio autónomo, integrado por aportes tanto de personas naturales como personas jurídicas, que invierte en activos financieros o no financieros, bajo la gestión de una sociedad administradora, y que busca obtener una rentabilidad a través de sus operaciones.
- Los fondos de inversión pueden captar recursos mediante oferta pública o

52 EL COMERCIO. “Sodimac: en 6 meses definiremos si nos fusionamos con Maestro”. Lima, 22 de setiembre de 2014. Consulta: 09 de octubre de 2015.

<<http://elcomercio.pe/economia/negocios/sodimac-6-meses-definiremos-si-nos-fusionamos-maestro-noticia-1758673>>

53 STIGLICH, Andrea y Rodrigo ARCE. Óp. Cit.

54 STIGLICH, Andrea y Rodrigo ARCE. Óp. Cit.

privada, sin embargo, éstos últimos si bien están sujetos a la Ley y a su Reglamento, en lo pertinente a su Título XI “Administración de Fondos de Oferta Privada”, no se encuentran dentro del ámbito de supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores.

- Los fondos de inversión son inversionistas financieros que adquieren empresas pensando en hacer líquida su inversión en el corto o mediano plazo, por ello, generalmente escogen sus sociedades objetivo o *targets* en virtud del potencial de crecimiento de la empresa y la creación de sinergias con empresas de su portafolio.
- Los fondos de inversión utilizan diversos mecanismos por medio de los cuales pueden adquirir empresas. Los más importantes son: compra de acciones, adquisición de una línea de negocio y suscripción de acciones del *target*.
- Otras modalidades de adquisición adicionales son: el *Leveraged buyout* y el *Management buyout*. El primero de ellos consiste en la adquisición del *target* mediante la combinación del capital del fondo de inversión y el préstamo de una entidad financiera (compra apalancada). Por otro lado, la segunda modalidad tiene la finalidad de involucrar más a los administradores con la adquisición para que, una vez que la empresa sea comprada, se mantengan comprometidos con la rentabilidad de la misma.
- En la salida o desinversión del fondo de inversión se materializa su razón de ser, la obtención de rentabilidad. Asimismo, el éxito en su salida, dotará de buena reputación a la sociedad administradora del fondo de inversión, lo que le permitirá captar mayores recursos en adelante.