

**AED**

ASOCIACIÓN  
ESPAÑOLA DE  
DIRECTIVOS

# De directivo a empresario

Las operaciones de  
MBI/MBO desde la  
perspectiva del directivo

Informe elaborado por la comisión sobre la  
Función Directiva de la Asociación Española  
de Directivos



# De directivo a empresario

## Las operaciones de MBI/MBO desde la perspectiva del directivo

Informe elaborado por la comisión sobre la  
Función Directiva de la Asociación Española de Directivos

Mayo 2012

### **Autores:**

Francisco Barrachina  
Josep Capdevila  
Josep María Fontclara  
Fernando Iglesia  
Joan Julià  
Fernando Mazón  
Joan Ignasi Monfort  
Ramón Morera  
Enrique Palau  
Ignacio Schmidt  
Juan Torras



# Índice

I. Introducción .....	5
II. La decisión: de directivo a empresario .....	6
III. La gestión del proceso de un MBO/MBI .....	13
IV. Consolidación con éxito de una operación de MBO/MBI: los 100 primeros días .....	21
 A modo de conclusión .....	 25
Sobre los autores y ponentes .....	27
Sobre la Asociación Española de Directivos .....	27



# I. Introducción

La mayoría de directivos tenemos en algún momento de nuestra carrera profesional la oportunidad de convertirnos en empresarios. Mientras que en algunas ocasiones sucede de manera premeditada, en otras surge en el ejercicio de nuestras actividades sin haberlo planificado con anterioridad.

Lo que no está tan claro es qué significa convertirse en empresario. Aunque en principio se asocia a la asunción de mayores riesgos y a la posibilidad de obtener mayores ingresos, hay otros atributos asociados a la función de directivo o a la de empresario que probablemente no se tienen en cuenta en el momento de realizar la transición y que pueden originar dificultades o errores por parte del directivo.

En general también se asocia la figura del empresario a la del accionista y, tal y como se desarrollará con posterioridad, ser empresario no implica necesariamente la aportación de capital a un proyecto empresarial determinado.

El proceso que lleva a un directivo a convertirse en empresario procede, en la mayoría de casos, del interés en crear un negocio por cuenta propia, de la mano de un inversor privado, de un Private Equity<sup>1</sup> o de una promoción interna a CEO<sup>2</sup>.

Este informe no pretende ser una recopilación de información disponible sobre la función empresarial ni tampoco una guía sobre el proceso de transición de directivo a empresario. Lo que sí que pretende es realizar una serie de reflexiones de carácter eminentemente práctico que permitan a un directivo tener un mejor criterio cuando deba enfrentarse al reto de convertirse en empresario, todo ello con el fin de, por una parte, eliminar temores que acechan al directivo a la hora de tomar esa decisión y, por otra parte, reducir la probabilidad de que se cometan errores en la transición.

Se ha profundizado en el caso de los MBI's y MBO's<sup>3</sup> al considerarse que, aun siendo en estos momentos de baja aplicación en España, podrían convertirse en un mecanismo que ayudara a las empresas a ganar tamaño y solucionar problemas de sucesión, y a introducir una mayor profesionalización y capacidad de innovación en las mismas.

---

1 Private Equity: incluye capital riesgo privado, capital riesgo público, family office, business angels... con interés en desinvertir a medio plazo.

2 CEO: Chief Executive Officer. Equivale a la función de consejero delegado.

3 MBI: un nuevo equipo gestor (habitualmente en colaboración con un fondo de capital riesgo) adquiere una participación en el capital de la empresa objetivo adquirida por el fondo y asume la gestión de la misma.

MBO: el equipo gestor de la empresa objetivo adquirida por un fondo de capital riesgo adquiere una participación en la misma y continúa asumiendo la gestión de la misma.

De este modo, este tipo de operaciones suponen no sólo una oportunidad interesante para los directivos dispuestos a asumir este reto, sino también una solución de continuidad para empresas que no tienen claro su futuro y, en consecuencia, los puestos de trabajo involucrados.

En cualquier caso, desde la Comisión de la Función Directiva de la AED consideramos que nuestro país necesita más empresarios, y que desde la función directiva puede contribuirse a este fin.

## II. La decisión: de directivo a empresario

### II.a. Qué significa ser empresario

La figura del empresario, ya sea en el contexto de un nuevo negocio como de una empresa ya consolidada, es aquella que tiene la suficiente visión y capacidad de liderazgo para conseguir que el capital invierta en él.

Así pues deberíamos diferenciar tres tipos de funciones: la propiedad, el empresario y la función directiva.



Fuente: Egon Zehnder International

Si bien en algún caso las tres funciones coinciden en una misma persona, como puede ser el caso de un pequeño negocio familiar, en otros casos, como pueda ser el de grandes corporaciones, son funciones desarrolladas por distintas personas con distintos roles.



El empresario en esencia corresponde a la figura del CEO, que es la persona que está al frente del proyecto empresarial y lo lidera, se compromete con su viabilidad y es por tanto el referente del negocio.

El empresario, gracias a su visión estratégica, es capaz de anticiparse a las necesidades del mercado, impulsar los cambios necesarios dentro de la organización para satisfacerlas, y obtener de ello un beneficio empresarial.

La función directiva no requiere dicho componente estratégico, aunque sí que implica competencias en el ámbito de dirección, planificación, coordinación, delegación y motivación.

## **II.b. Cuáles son los atributos que definen a un(a) empresario(a) de éxito**

Si no hay proyecto no tiene sentido hablar de empresario. Una persona no puede ser considerada como empresaria a no ser que sea asociándolo a un proyecto concreto, ya sea una sociedad en funcionamiento o un proyecto de creación de un nuevo negocio.

Es muy importante que antes de dar el paso de directivo a empresario, la persona se autoevalúe y determine si tiene las características principales de un empresario que son:

1. Es capaz de gestionar en entornos con altos niveles de incertidumbre, identificando los riesgos y adoptando medidas que permitan proporcionar cobertura frente a los mismos.
2. Es emprendedor, con visión de negocio y con capacidades para seleccionar y gestionar recursos, entre ellos los más importantes como son los que corresponden al equipo de dirección.
3. Tiene siempre en mente la cuenta de explotación. No se trata sólo de un enfoque a resultados sino de tener claro que la creación de valor debe reflejarse al final en términos de beneficio empresarial.
4. Dispone siempre de un plan B. No es sólo una cuestión de cubrir riesgos, sino de ser capaz, en caso de necesidad, de replantear la estrategia para salvar el proyecto. Es por ello que su capacidad de anticipación a los acontecimientos y de detección de oportunidades resulta muy importante para la gestión dinámica y no estática de la empresa. En definitiva se trata de una persona capaz de generar negocio.
5. Es capaz de realizar un plan de negocio que incluya estrategia, operaciones, finanzas y riesgo. Este plan debe ser creíble, abordable, que minimice los riesgos, rentable y con cierto grado de liquidez para el capital o accionista. Este aspecto se

convierte en un elemento crítico cuando se trata de un proyecto que viene de la mano de inversores más sofisticados como son los Private Equity. En este caso el business plan es la ecuación que permite la evaluación objetiva del proyecto, con independencia de la idoneidad de las personas.

6. Se compromete a largo plazo con el proyecto y los objetivos de plan de negocio. A pesar de que probablemente ni la función empresarial tiene sentido considerarla hoy en día como una función para toda la vida, el nivel de compromiso es más a largo plazo que en el caso del directivo. Al ser la función del empresario la gestión del corto plazo combinada con la de largo plazo, es necesaria su implicación en los dos horizontes empresariales.
7. Es capaz de convivir con la soledad aunque debe tener confianza y capacidad de influencia en la propiedad. Es la soledad de la cúspide.
8. Es una persona que pisa el terreno y tiene inquietudes para innovar. No le basta con disponer de buenos informes sobre cómo funciona el negocio. Necesita pisar el mercado y conocer los clientes y proveedores para ver cuáles son los cambios que son precisos introducir. En definitiva, es capaz de conocer los diferentes niveles de gestión en su negocio.
9. Es una persona que se crece frente a las dificultades. Se trata de una función para valientes.
10. Es tremendamente evolutivo y busca siempre alguien o algo que le pueda ayudar a mejorar. Es intuitivo, con imaginación y optimista.
11. Se preocupa por rodearse del mejor equipo. Sabe que él sólo no podrá hacerlo todo y que necesitará contar con un equipo con las competencias necesarias, y en el que él pueda confiar. Sabe que si eso le falla, probablemente el proyecto fracasará.
12. Es capaz de definir sus propios objetivos.
13. Tiene siempre presentes los 4 elementos del comúnmente conocido análisis DAFO:
  - Oportunidades: detectarlas y aprovecharlas.
  - Amenazas: anticiparse y contrarrestarlas
  - Puntos Fuertes: maximizarlos.
  - Puntos Débiles: cubrirlos

## II.c. Cuál es el mejor momento para dar el paso de directivo a empresario

Desde el punto de vista de la situación personal del directivo, las principales causas que justifican dar el salto de directivo a empresario son:

- Tener un proyecto y sentirse con la capacidad, confianza e ilusión para liderarlo.
- Aspirar a la independencia profesional.
- Estar desempleado.
- Tener experiencia acumulada en un determinado sector y la creencia de obtener más resultados económicos, personales y sociales.
- Aprovechar cambios accionariales de empresas (desinversiones estratégicas, sucesiones, etc.).

Desde el punto de vista de la oportunidad, para valorar la idoneidad del momento nos será de utilidad tener en cuenta si se trata de un proyecto empresarial de nueva creación o de la adquisición o adopción de uno en funcionamiento, dado que las características y requerimientos en ambos casos son substancialmente distintos.

Factores	Proyecto nueva creación	Proyecto en funcionamiento
Viabilidad (¿la empresa se mantiene por sí misma?)	No hay histórico analizable. El futuro solo se supone	Sí hay histórico analizable y proyectable a futuro
Equipo	Reclutarlo	Es suficiente o lo refuerzo
Venta de la compañía	Aunque el aumento de valor puede ser muy grande en medio plazo, el valor/ precio es medio	Se arrastra un valor que, al menos, es el mínimo exigible
Socios	<i>Hands on</i>	<i>Hands off</i>
Riesgo	Muy alto	Medio
Acceso a socios financieros	<i>Red Business Angels.</i> <i>Asociaciones Venture Capital</i>	<i>Asociaciones</i> <i>Private Equity</i>
Elección socios	Sinergias y financiación	Básicamente financiación

Conviene remarcar que, dada la gran cantidad de empresas familiares de tamaño medio que existen en este país, los problemas de sucesión deberían ser vistos por parte de los directivos como una oportunidad para convertirse en empresarios y, de esa manera, contribuir a la continuidad de dichas empresas.

También debemos considerar como oportunidad el hecho de que existan sectores muy atomizados, con empresas de pequeño tamaño, de ámbito local o regional, y con empresarios con baja motivación para adquirir tamaño.

Las dificultades de financiación por el endurecimiento de las condiciones crediticias hacia un determinado sector pueden también representar una oportunidad para el directivo, si en ese contexto el Private Equity aparece como una alternativa de financiación para la empresa.

## **II.d. Perfil del empresario en el caso de MBO**

Pasar de directivo a empresario en el caso concreto de un MBO de la mano de un Private Equity tiene una serie de particularidades que vienen dadas por la necesidad de adaptación del CEO a los criterios del Private Equity. En este caso, se trata de un socio capitalista que tiene como objetivo generar plusvalías con la desinversión en un horizonte de 4-5 años.

En general, el Private Equity es una buena oportunidad de creación de patrimonio para el directivo. Sin embargo, hay ciertas resistencias a participar en este tipo de operaciones, que podrían verse superadas en la medida que se produzcan éxitos.

Si bien es posible que hasta ese momento el CEO estuviera ejerciendo ya de empresario según la definición de empresario dada con anterioridad, en este caso concreto si el CEO dispone de un cierto patrimonio, probablemente el Private Equity no verá con buenos ojos que no invierta parte de su patrimonio en el proyecto.

CEO y Private Equity serán compañeros de viaje durante algunos años, y gran parte del éxito del proceso dependerá del grado de entendimiento entre ambos. Los principales aspectos que el Private Equity valora del CEO son:

- Que tenga conocimiento del negocio.
- Que tenga suficiente seguridad en sí mismo para escuchar y aceptar ayuda.
- Que sea transparente y no dé sorpresas.
- Que las finanzas de la empresa respondan a la realidad.
- Que configure el mejor equipo posible para cumplir el plan de negocio.
- Que tenga una motivación económica significativa por cumplir su plan de negocio.
- Que entienda que la operación es una oportunidad.

- Que sea consciente de lo que implica que el Private Equity, al final del periodo acordado, desinvertirá.
- Que cuente con una experiencia contrastada y capacidad de gestión bajo presión, ya que es probable que parte de los propietarios se desvinculen de la empresa tras la adquisición y, además, la evolución del plan de negocio y de la deuda introducen factores que hacen la gestión muy exigente.

No debe ser considerado un factor excluyente, pero la edad ideal de los directivos involucrados en un proceso de MBO sería de entre 45 y 53 años, para por un lado proporcionar garantías de madurez profesional, y por otro dejar más abierta la posibilidad de que, en el caso de que se vincule de nuevo al directivo en un nuevo proyecto en el proceso de desinversión, este tenga una edad todavía lejana a su jubilación, y pueda llevar a cabo un segundo ciclo de 4-5 años con otro Private Equity.

En cualquier caso, el CEO debe tener en cuenta que además de tratarse probablemente de la oportunidad de su vida para construir un patrimonio adicional, el Private Equity tiene el riesgo diversificado y él no. Ya no basta con tener establecidas cláusulas de salida en un contrato de alta dirección y de tener un buen nivel de empleabilidad, ya que está en juego parte de su patrimonio actual. Pero de eso se trata: es posible generar importantes ingresos pero se asumen mayores riesgos.

En cuanto al proyecto, los Private Equity buscan que sea un negocio rentable, que genere flujos de caja, que tenga potencial de crecimiento y que no esté excesivamente apalancado.

## **II.e. De directivo a empresario**

Si bien cada caso de transición de directivo a empresario debe ser considerado como un caso especial, de la comparación entre los atributos de la función directiva y de la función empresarial pueden obtenerse unas reflexiones para ver hasta qué punto existe predisposición por parte del directivo para realizar dicha transición:

### **1) Invertir en el proyecto**

Si un directivo tiene un determinado patrimonio pero no está dispuesto a invertir una parte en el proyecto, algo falla. Quizás el proyecto no está del todo claro, o quizás su perfil se ajusta más al de directivo que al de empresario.

Invertir no implica que todo el patrimonio se destine al proyecto. Es más, el hecho de disponer de un patrimonio adicional al invertido permitirá que no se sume a la presión propia del proyecto la presión de la economía familiar.

## ***2) Aprendizaje o participación del valor creado***

El empresario debe participar en la creación de riqueza que genere; de lo contrario el enfoque al beneficio empresarial que está relacionado con su función sería más complicado de obtener.

En el caso de un directivo, el aprendizaje de tipo funcional es más fácil que se produzca por rotación dentro de la misma empresa, mientras que en el caso del CEO el aprendizaje será más de tipo sectorial, y su rol en muchos casos será de formador.

## ***3) Carrera profesional o participación del valor creado***

El directivo que accede a la función de empresario lo hace en una etapa de madurez profesional en la que ya ha superado varias etapas profesionales vinculadas a una o varias funciones.

## ***4) Seguridad o participación del valor creado***

El camino hacia CEO es en muchos casos un camino sin retorno. O funciona o debe abandonar la empresa. En el caso de un directivo, tiene más anclajes de seguridad por cuanto puede tener opciones de recolocarse en otra posición dentro de la organización, y además no asume tantas responsabilidades como el CEO.

## ***5) Facilidad para cambiar o participación del valor creado***

Ser empresario implica compromiso a largo plazo. En el caso de un directivo, la facilidad de cambiar de proyecto depende básicamente de su nivel de empleabilidad; en el caso del empresario, si ha habido aportación de capital, la facilidad de cambio estará condicionada al interés que exista en comprar su participación. En el caso de Private Equity, estaría en gran manera vinculada a la finalización del proyecto y a la fase de desinversión.

## ***6) Seguridad o libertad y decisión sobre el futuro***

Es fácil escuchar frases de directivos como “ya no quiero tener más jefes” o “yo quiero ser mi jefe”. Aunque esto es así, también es cierto que es a cambio de la mayor seguridad en la retribución del directivo. Ya sea porque en el caso del CEO el variable es en proporción más importante, o porque en el caso de empresario propietario quizás no hay un sueldo asegurado.

La mayor implicación en el diseño de la estrategia del empresario implica mayores riesgos, y en especial cuando su posición como CEO está vinculada a un accionista, como pueda ser un Private Equity, con objetivos de desinversión a medio plazo.

El CEO posee la visión del negocio, selecciona el equipo de dirección y lidera el proyecto. Máximo poder de decisión debería ir asociado a la máxima responsabilidad en caso de fracaso en el proyecto.

#### **7) Vinculación a objetivos o vinculación a la empresa**

Ser empresario implica compromiso a largo plazo por lo que los objetivos deberían por coherencia plantearse también a largo plazo, y la presión también debería ser más a largo plazo y vinculada al éxito del proyecto. No obstante, tanto en el caso de directivo como en el caso de que el CEO realice también la función de director general, la capacidad de trabajo en equipo y de delegación debería ayudar a convivir mejor con la presión de los objetivos a corto plazo.

#### **8) Presión de los jefes o soledad**

La libertad en el día a día de la que disfruta el CEO atrae a cualquier directivo pero posiblemente el nivel de soledad, especialmente en aquellas épocas en las que los objetivos no se cumplen, no es gestionado adecuadamente por todos los directivos.

En cualquier caso, los sistemas de gestión (consejos, comités, reuniones formalizadas...) correctamente planteados deberían permitir al CEO compartir inquietudes y problemas, y a los directivos escapar de la presión de los jefes en el día a día.

#### **9) Convencer al capital o convencer al equipo**

La función empresarial implica una mayor relación con la propiedad que la que pueda implicar la función directiva, y si bien en ambos casos disponer de un buen equipo y la capacidad de liderazgo es importante, en el caso del empresario cobran más importancia los atributos de capacidad estratégica. El paso de directivo a empresario deberíamos pues considerarlo como un cambio lógico en la carrera profesional del directivo que debería aportarle un mayor nivel de satisfacción profesional.

### **III. La gestión del proceso de un MBO/MBI**

De cómo el CEO y su equipo directivo gestionen el proceso de un MBO/MBI (desde que se toma la decisión de pasar a ser empresario hasta que se cierra la adquisición de la empresa objetivo) depende en buena medida el éxito posterior de la operación de MBO/MBI.

En la gestión del proceso, los MBI tienen algunas diferencias versus los MBO:

- En los primeros, hay menos conflicto personal y tienen menos implicaciones emocionales, mientras que en los MBO la gestión de posibles dilemas es clave (como se explica más adelante en el punto cuatro).
- En los MBI's el equipo directivo no conoce la empresa en profundidad. De todas formas, este riesgo de falta de conocimiento se puede mitigar con directivos que conocen la compañía por estar en el mismo sector, haber sido cliente o proveedor.

A continuación realizamos una serie de reflexiones sobre factores que son clave para gestionar bien dicho proceso:

1. Potencial de la empresa a adquirir
2. Contratación de un asesor financiero, jurídico y fiscal
3. Encaje personal y profesional con el equipo del Private Equity
4. Gestionar por parte del CEO los diferentes dilemas con respecto a los participantes de un MBO
5. Gestión de los tiempos
6. Trabajar la salida
7. Realizar un análisis del riesgo/retorno de la operación
8. Considerar como propio el Plan de Negocio y no sobrevenderlo
9. No sobrevalorar la empresa a adquirir
10. Conseguir una estructura de financiación de la empresa con perspectiva de medio plazo

## **1. Potencial de la empresa a adquirir**

La empresa a adquirir idealmente debería tener flujos de caja estables y consistentes, aunque también hay empresas que no cumplen esta premisa y que pueden ser igualmente atractivas: empresas que necesitan una reestructuración o un equipo de gestión tecnificada.

Otros factores que, añadidos a lo anterior, pueden ayudar a acertar en la elección de la empresa a adquirir son: posibilidad de acelerar el crecimiento de ventas y beneficios, equipo directivo experimentado, posibilidad de reducir costes, un bajo endeudamiento, conocer el sector de la empresa que se compra (aunque no es indispensable), que sea un sector con expectativas de crecimiento y que la empresa no tenga dependencia de ningún proveedor o cliente.

## **2. Contratación de un asesor financiero, jurídico y fiscal**

Debido a la complejidad de la operación, es recomendable que el CEO y equipo directivo tengan un asesor financiero que pueda ayudar en los siguientes aspectos:



- Identificación de la empresa objetivo (en caso de MBI).
- Asesoramiento para estructurar la operación.
- Asesoramiento sobre el Plan de Negocio.
- Búsqueda de la empresa de Private Equity inversora.
- Negociar el mejor acuerdo posible con el Private Equity.
- Trabajar con el Private Equity para conseguir las mejores condiciones de adquisición de la empresa objetivo.

En su selección hay que considerar su independencia, conocimiento del mercado y de los jugadores y su experiencia en procesos similares.

Además es recomendable contar con un abogado para los aspectos legales de los diferentes documentos que se han de firmar, y también con un asesor fiscal. El asesor legal debería de mantenerse siempre separado de los abogados de la compañía y del Private Equity, ya que los intereses son netamente contrapuestos, sobre todo si el CEO y equipo directivo van a tomar una participación en la compañía.

Es vital que esta negociación se cierre y firme con el socio financiero antes de que el resto del proceso siga adelante. Si la empresa a adquirir es atractiva, este es el momento en el que la posición del CEO será más fuerte.

Hay que contar también con un experto fiscalista para que la estructura de inversión sea eficiente en la salida y para que el plan de incentivos al equipo sea también fiscalmente eficiente, en especial en España, donde la tributación es elevada comparada con otros países.

### **3. Encaje personal y profesional con el equipo del Private Equity**

Hemos comentado con anterioridad que el CEO es poderoso en el proceso de adquisición, pudiendo llegar a decidir qué Private Equity compra la empresa, mientras que luego ya no lo es tanto.

No todos los socios son iguales. El CEO debe conocer a fondo los perfiles personales y el background profesional de sus nuevos jefes, para ver si va a haber encaje personal y profesional. Es vital que, cuando se negocie con un Private Equity, aparte del tipo de fondo que se selecciona, se haga un esfuerzo por entender si existe química o no con el equipo de la gestora, dado que el CEO y equipo directivo trabajará muy de cerca con el Private Equity.

A lo anterior ayudará que el CEO y su equipo directivo profundicen con el Private Equity en cómo estos últimos estudian una operación, es decir, qué equilibrio otorgan a las vertientes de financiación (deuda bancaria vs. capital), negocio (reducción de costes vs. desarrollo) y equipo (dado por tenido vs. prestar atención). También es importante

conocer cómo toman decisiones sobre las personas, cuál es su visión del *management* y cómo entienden su involucración en la empresa a través del consejo de administración.

Por otro lado, no es lo mismo adquirir una empresa con potencial de crecimiento que una empresa consolidada donde lo principal es incrementar su rentabilidad. Como se apunta a continuación, esto influye a la hora de seleccionar el Private Equity que va a acompañar al CEO y al equipo directivo.

Otros criterios adicionales a tener en cuenta para seleccionar la empresa de Private Equity son: su historial, sus recursos para ejecutar el plan de negocio, su posibilidad de proveer de fondos adicionales para oportunidades extraordinarias, su internacionalización y las referencias de otros CEO.

También hay que evaluar el perfil que se prefiere de inversor en cuanto a si es un inversor de corto plazo (su objetivo es vender la empresa en 5 años y obtener una plusvalía) o de largo plazo (su objetivo de venta es a más largo plazo y también valora la obtención de dividendos). El primer caso es habitual en las empresas de Capital Riesgo y el segundo, en un socio industrial o *family office*.

Normalmente, aparte de financiación para la adquisición de la empresa, el Private Equity aporta al CEO y al equipo directivo los siguientes aspectos: seguimiento periódico y riguroso, conocimientos y experiencia en el área financiera, agenda de contactos, reputación, ayuda y rigor en la toma de decisiones y visión estratégica.

#### **4. Gestionar por parte del CEO los diferentes dilemas con respecto a los participantes de un MBO**

El proceso de compraventa es complejo para un CEO y su equipo directivo, sobre todo cuando se trata de un MBO, debido a que han de gestionarse objetivos contrapuestos entre los agentes implicados.

Un MBO siempre es un elemento generador de tensión y conflicto que hay que gestionar adecuadamente ya que el CEO acostumbra a navegar entre:

- El propietario vendedor.
- El Private Equity comprador.
- Frecuentemente, otros accionistas, minoritarios o no.
- El resto de miembros del equipo directivo.
- Las entidades financieras.
- Los asesores intermediarios de la operación.

El CEO debe entender muy bien, al inicio de la operación, a cada una de las partes involucradas y sus intereses. Es muy recomendable la transparencia y profesionalidad del CEO en el proceso, teniendo bien claro que la neutralidad del CEO no es conveniente: se alineará con el propietario vendedor o con el Private Equity comprador. Ser neutral no es una opción. Cuanto antes defina su posicionamiento y busque alianzas mejor. Cualquier intervención arriesgada del CEO crea alta tensión con el propietario vendedor, lo que puede llegar a acabar en el despido del CEO.

En dicho proceso es importante que el CEO tenga claro que su poder es elevado y que consiga alinear los intereses de todos. Él es la llave de la organización y del proceso en la mayoría de los casos, y más cuando el propietario actual de la empresa está fuera o lejos de la gestión.

**La propiedad vendedora:** la propiedad vendedora quiere un precio justo lo más alto posible. Si se trata de un CEO que está haciendo un MBO, tendrá el dilema entre la maximización del beneficio para la propiedad por lealtad versus el fijar un precio que permita la generación de valor para atraer al siguiente grupo de Private Equity.

El CEO debe leer y entender muy bien las motivaciones del propietario para la venta. Una vez iniciado el proceso, hay un conflicto obvio para el CEO, que como hemos comentado acabará alineándose con el vendedor o el comprador.

Una medida inicial obvia del propietario vendedor para mitigar esta tensión y alinear al CEO con sus intereses debería ser otorgarle un bonus especial para la venta.

**El Private Equity comprador:** persigue un precio lo más bajo posible para facilitar la generación de valor en la siguiente fase. El CEO tendrá el dilema de ser totalmente transparente, explicando todo lo que sabe incluidos los puntos de dificultad.

Mientras el CEO tiene todo el riesgo (y más aún si compra acciones) concentrado en dicha empresa o negocio, las compañías de Private Equity tienen el riesgo diversificado entre diferentes proyectos. Están formados por profesionales jóvenes altamente cualificados y competentes a nivel financiero cuyo objetivo es precisamente financiero: conseguir una elevada rentabilidad al dinero que invierten en dicha empresa. En el caso del capital riesgo, trabajan con horizontes de entorno a cinco años y dicho dinero o fondos que utilizan los han conseguido a su vez de inversores a los que deben ofrecer una rentabilidad. Dicha rentabilidad está en relación a la plusvalía obtenida en la venta de la empresa adquirida.

**El equipo directivo del CEO:** existirá el dilema de con cuántos miembros del equipo actual contar y/o apostar por el futuro con nuevos perfiles. Puede ser una ocasión para dejar la empresa actualizada. Es clave alinearlos con los mismos intereses y objetivos haciéndolos participar, con contratos de no competencia y dejando regulada una salida anticipada en forma de cómo se les recompraría las acciones y a qué precio.

Es importante alinear los intereses del equipo directivo clave desde el primer momento, ya que es este bloque compacto el que dará la fuerza definitiva al CEO frente a la propiedad saliente y el grupo de Private Equity. Al final, ni unos ni otros pueden mantener el negocio sin un equipo directivo preparado y cohesionado. El proceso irá acompañado de un plan de incentivo a largo plazo para el equipo que asegure que el esfuerzo se focaliza en la generación de valor.

**Las entidades financieras:** los bancos querrán tener bajo control su riesgo en la compañía a través del establecimiento de cláusulas en el contrato sénior de financiación. En este sentido, el apoyo del equipo del Private Equity es esencial, ya que son verdaderos profesionales en este tipo de negociaciones, del todo inhabituales en el quehacer diario del equipo directivo. Puesto que el interés del CEO y el Private Equity es el mismo en este frente, se recomienda dejar la gestión de este proceso en sus manos.

**Los asesores intermediarios:** los intermediarios van a éxito, y a veces también con un fijo. Cuanto más alto el precio más ganan. El CEO deberá estar atento a no dejarse arrastrar por sus pretensiones.

## 5. Gestión de los tiempos

Por todos esos conflictos que hay que gestionar, la gestión de los tiempos en la operación es muy importante, especialmente en la parte central de la operación en la que el directivo negocia con diferentes empresas o una empresa de Private Equity, donde las demoras pueden hacer fracasar la negociación y crear tensión de nuevo con el propietario actual.

## 6. Trabajar la salida

En dicho proceso de cierre de un MBO/MBI es recomendable trabajar la salida, en la medida de lo posible, para cuando el Private Equity venda la empresa. Esto es difícil acordarlo y cerrarlo pero sí vale la pena tener una idea de las posibilidades futuras que puede tener el CEO y equipo directivo. En este sentido, hay que empezar a trabajar profesionalmente en un Plan B, Plan C, etc. por si acaso.

Las posibles salidas de la empresa adquirida pueden ser las siguientes: venta a un comprador estratégico, el equipo directivo compra el 100%, otro Private Equity adquiere la empresa, un MBI o una posible salida a Bolsa.

## 7. Realizar un análisis del riesgo/retorno de la operación

En la gestión del proceso, el CEO y equipo directivo deben hacer un análisis de riesgos sobre las posibles opciones y analizar profundamente los diferentes escenarios en cuanto a pros y contras.

Algunas reflexiones a realizar y que pueden ayudar a ello son las siguientes:

- ¿Existe una solución que deshaga el conflicto y maximice el resultado para todas las partes? Pensar tanto en el acuerdo social como el económico.
- ¿Tiene el CEO un papel activo en impulsar dicha opción?
- ¿Cuál es el riesgo/retorno de esa posible opción? Tiempo, dinero y plazos de la inversión; y retorno económico, social, plazos e implicaciones.
- ¿Cuáles son los sistemas de remuneración? Acciones, ratchet, salario+bonus, relación futura con el Private Equity, con otras compañías, consejos, y otros.

## 8. Considerar como propio el plan de negocio y no sobrevenderlo

No se ha de sobrevender el plan de negocio. Es habitual que el plan de crecimiento inorgánico planteado sea poco realista y las sinergias y recorte en costes se estimen muy por encima de los históricos. Hay que tener en cuenta que la empresa y la economía en general no irán mejor por arte de magia.

El plan de negocio es importante ya que se utiliza como base para valorar la empresa, referenciar el sistema de retribución del CEO y equipo directivo, y para diseñar su estructura de financiación.

Es recomendable trabajarlo con un asesor financiero especializado, al cual hay que pasar las premisas básicas de trabajo. Al final, el plan lo tendrá que cumplir el CEO con su equipo directivo, por lo que es esencial que las premisas de trabajo estén dirigidas por este. Es más, el CEO debe demostrar un conocimiento en profundidad de dicho plan de negocio y entender a fondo todos los aspectos de la operación.

El sistema de retribución por objetivos posterior irá vinculado a este plan de negocio y es el compromiso del CEO y el equipo directivo con el Private Equity.

El plan de negocio será además una referencia para la negociación con los bancos. Por un lado, el plan que se presente deberá ser convincente sobre la capacidad de generar caja del negocio para el repago de la deuda y, por otro, lo suficientemente conservador como para no encorsetar la gestión diaria después del cierre con los límites establecidos por las cláusulas del contrato de financiación.

## **9. No sobrevalorar la empresa a adquirir**

A la hora de valorar la empresa a adquirir hay que tener muy presente que pagar alto incrementa el riesgo de la inversión, ya que puede suceder que la empresa dé buenos resultados pero posteriormente no se pueda obtener un precio de venta que genere la plusvalía deseada.

El precio justo es un tema de juicio. Es importante tener claro el precio máximo a pagar. Por lo tanto, hay que evitar caer en uno de los errores más comunes: sobrevender el precio, es decir, empujar por un múltiplo que la compañía no merece.

## **10. Conseguir una estructura de financiación de la empresa con perspectiva de medio plazo**

En el punto 8 anterior ya apuntamos que el CEO y equipo directivo, ante la elaboración del plan de negocio, deben ser lo suficientemente conservadores como para no encorsetar la gestión diaria después del cierre de la operación con los límites establecidos por las cláusulas del contrato de financiación que toman como referencia dichas proyecciones financieras.

En la misma línea, aunque apalancar en exceso la empresa adquirida con deuda bancaria puede mejorar la rentabilidad del Private Equity y del CEO y su equipo directivo, también se incrementa el riesgo y la presión, sobre todo si no se está acostumbrado a gestionar una empresa con elevada deuda bancaria. Por eso se ha de intentar conseguir de partida que la estructura de financiación sea lo más equilibrada posible entre capital y deuda con bancos o externa. Sobretudo se han de medir muy bien las necesidades de financiación del circulante para tener margen en caso de que, como puede suceder, no se cumplan las previsiones del plan de negocio.

Por otro lado, si la intención del nuevo CEO es ejecutar una estrategia de adquisiciones, debe contemplarse en el plan de negocio. En las proyecciones financieras se debe considerar la financiación adicional que se necesitará en el futuro para este tipo de operaciones, si se puede prever con certeza. Si existe incertidumbre sobre el importe o plazo de estas posibles operaciones de adquisición, se debe apuntar en el plan de negocio y centrar las proyecciones financieras iniciales en el negocio actual.

## IV. Consolidación con éxito de una operación MBI/MBO: los 100 primeros días

Una vez culminada con éxito una operación de adquisición de una empresa por parte de un directivo a través de una operación MBI / MBO, empieza una nueva etapa personal y profesional que debe ser gestionada con rigor y solidez para la consolidación del esfuerzo realizado.

Hasta llegar al cierre de la operación, el nivel de estrés por parte del directivo es alto debido a la incertidumbre hasta el día de la firma y la importancia de que todo esté correctamente atado y previsto. Como consecuencia, una vez alcanzado el primer objetivo, que es el cierre de la operación de adquisición de la empresa, se inicia una nueva etapa, completamente diferenciada de las etapas profesionales y personales anteriores, y que por lo tanto debe ser bien gestionada desde el inicio para obtener éxito.

Es muy importante tener plena consciencia de que lo importante y sustancial del proyecto comienza a partir del minuto posterior a la firma de la operación de adquisición. No se puede caer en el error de pensar que, al adquirir la empresa, ya se ha logrado el objetivo. Lo correcto sería percibir que hemos cubierto una etapa importante y necesaria, pero que a partir de ese momento se inicia el verdadero proyecto y tenemos que tener todas las dudas despejadas y el máximo de fuerza mental y emocional a disposición de la nueva etapa que se debe afrontar, junto con una gran dosis de ilusión y entusiasmo; de lo contrario, no será posible culminar el proyecto.

Por otra parte, la venta o fusión de una empresa siempre supone un cambio importante para la propia empresa, su cultura y todos sus *stakeholders*. Cuando esa operación corporativa no la realiza otra empresa sino un directivo, existen unos puntos claves adicionales a los habituales que tendrán que gestionar el nuevo equipo directivo y que pueden significar el éxito o fracaso de todo lo realizado hasta la fecha.

Hay 5 aspectos básicos para consolidar la operación en los días posteriores a la compra:

1. Asunción del rol de empresario.
2. Consolidar el equipo profesional y generar confianza.
3. Implantación y seguimiento del plan de negocio.
4. La relación con el nuevo socio Private Equity.
5. Plan de comunicación interna y externa.

## **1. Asunción del rol de empresario**

La primera y principal percepción que debe afrontar el nuevo empresario es la sensación de riesgo vinculada a la toma de decisiones. No es lo mismo formar parte de un equipo directivo ajeno a la propiedad que ser la propiedad y, además, haber contraído compromisos financieros, normalmente importantes, para poder realizar la operación.

Asimismo, debe ser capaz no solo de alcanzar objetivos definidos, sino de fijarse objetivos a él mismo y tener su propia posición. Asumir que no es una “posición” en la empresa, que la empresa es su responsabilidad/riesgo, a la que se enfrenta solo y en unos tiempos muy cortos. La confianza en sí mismo es fundamental.

Otro aspecto, quizás no tan relevante, pero que tiene su importancia, es que se deberá gestionar el día a día pero sin contar con los equipos de apoyo a los que el directivo está habituado. Una sólida y eficaz cartera de contactos será muy importante.

Preguntas del tipo ¿cómo percibo el riesgo?, ¿me siento cómodo en mi nueva posición? y ¿tengo que reforzar algún aspecto de mi gestión para consolidar el proyecto? deberían ser formuladas y respondidas a la mayor brevedad posible por el CEO para disipar dudas y ganar en eficiencia en relación con la implantación y desarrollo del proyecto.

No es evidente que todo directivo tenga el ADN necesario para ser empresario, y aunque lo haya analizado en profundidad y contrastado la operación con asesores y familiares, realmente el día posterior a la compra es cuando el nuevo empresario toma conciencia de su condición vinculando su éxito profesional con el proyecto que acaba de iniciar.

El directivo deberá hacer un ejercicio de reflexión y autoanálisis para ver si se encuentra confortable con el nuevo papel que acaba de asumir, porque por mucho que lo haya planteado y analizado concienzudamente antes de la operación, no será hasta que lo viva en primera persona cuando percibirá realmente su situación y sus capacidades de asumir riesgos y tomar decisiones bajo posiciones hasta esa fecha no experimentadas por él.

Como ya hemos señalado, esta validación de la posición de empresario deberá realizarla a la mayor rapidez posible, con la mayor transparencia y lealtad con el proyecto y con los socios para poder tomar las decisiones adecuadas si la respuesta no fuera tan favorable como se esperaba.

## **2. Consolidar el equipo profesional y generar confianza**

La función de liderazgo es fundamental.



Lo habitual en este tipo de operaciones corporativas es que, junto a un directivo o un grupo reducido de directivos que lideren la operación, participe una entidad financiera que facilite el soporte financiero necesario para la viabilidad de la misma. Aun en el caso de que los directivos sean más de uno, es absolutamente necesario que alguno de ellos ejerza plenamente la condición de líder para amalgamar un equipo de profesionales potente y totalmente alineados con el proyecto y que esa condición de liderazgo sea formalmente reconocida.

El ejercicio de ese liderazgo es lo que posteriormente permitirá al resto de profesionales de la empresa adquirida generar la confianza necesaria en el nuevo equipo directivo para que la empresa crezca en valor y retenga el talento existente.

Normalmente, la etapa posterior a la compra no debería ser una etapa fácil, porque probablemente se realicen cambios estructurales de calado; para superarla con garantías es importante generar confianza en el equipo profesional existente a todos los niveles y sabiendo tomar las decisiones más adecuadas en relación con los objetivos fijados y las personas más válidas para conseguirlos.

Es la toma de decisiones, innata en la condición de líder, lo que generará reconocimiento y confianza entre los profesionales que le acompañen en esta nueva aventura profesional.

### **3. Implantación y seguimiento del plan de negocio**

Es seguro que para convencer a un capital riesgo o a cualquier otro tipo de inversor para que le acompañe y apoye en la operación, el CEO habrá tenido que hacer un plan de negocio a 3 y 5 años, con proyecciones, análisis de la competencia, etc. y todo ello con el rigor y profesionalidad precisos para lograr una posible compra.

Una vez realizada la operación, asumidos los nuevos roles e iniciada la etapa que realmente es importante, y que no es otra que la de transformación de directivo a empresario, es fundamental que no se aparte del plan previsto y realizado desde la profesionalidad, la independencia y el entusiasmo.

Esto no significa, por supuesto, que no pueda rectificar nada de lo que está descrito en el plan de negocio por circunstancias que puedan sobrevenir o cambios sustanciales que aconsejen su cambio.

Lo que es importante remarcar es que el nuevo empresario no debe reconsiderar la estructura básica del plan de negocio que desarrolló antes de realizar la adquisición de la empresa, a cuya elaboración dedicó muchas horas y mucho interés. Una vez consumada la operación, los condicionantes subjetivos, como pueden ser el miedo al riesgo, la falta de práctica en la toma de decisiones desde la propiedad, o cualquier otra, no

pueden llevar al CEO a modificar la razón de ser de la operación y los compromisos que adquirió con los inversores.

Es preciso asumir que siempre habrá que afrontar dificultades y que solo aparecerán una vez iniciado el proceso, pero que en ningún caso deben desviarnos de los principios marcados en el plan de negocio.

Este tema, que parece baladí, no lo es en absoluto; en operaciones de esta naturaleza estos cambios, totalmente injustificados y que modifican radicalmente el proyecto, suceden con cierta frecuencia y con un resultado muy negativo.

El rigor en la implantación del plan de negocio y su seguimiento debe ser total y con todas sus consecuencias por parte del líder y de su equipo, aunque los resultados no sean inmediatos. La inmediatez no puede ni debe ser un criterio que justifique cambios ni nuevas políticas no previstas en el plan.

Uno de los aspectos fundamentales que seguro está contemplado en el plan de negocio es el hecho de cómo se genera valor para afrontar las expectativas del socio Private Equity y poder cumplir sus planes de permanencia y salida de la inversión. Para cumplir estos compromisos necesariamente hay que ser muy riguroso con los planes y acciones previstos en el Private Equity como, por ejemplo, implantación de planes de mejora, expansión en nuevos mercados, desarrollo de nuevos productos, inversión en I+D+I, etc.

Estos planes no siempre son los más evidentes, ni los más fáciles de ejecutar, pero ahí radica una de las claves de éxito de ese directivo convertido a nuevo empresario que aplica todo su conocimiento, experiencia y compromiso en el desarrollo e implementación de un proyecto personal y profesional que debería estar muy lejos de su zona de confort para garantizar el éxito del mismo.

#### **4. La relación con el nuevo socio Private Equity (capital riesgo, socio industrial, family office,...)**

El directivo debe entender que la naturaleza de la relación cambia radicalmente, pues nuevos aspectos como la asunción de deuda, o la desaparición de figuras clave como el fundador, son determinantes en el cambio en la relación.

En los primeros días, es fundamental ganar la credibilidad frente al nuevo socio, evitando cualquier sorpresa sobre el plan previsto, especialmente en los aspectos financieros y de gestión. En este punto es fundamental lo ampliamente remarcado en el punto anterior: confiar y avanzar con hechos y resultados en la línea definida.

## 5. Plan de comunicación interna y externa

Como elemento de apoyo para todo lo anterior, resulta absolutamente necesaria la ejecución de un completo y eficiente plan de comunicación interna y externa que facilite la transparencia del proyecto y ayude a generar la confianza necesaria en todos los stakeholders involucrados en un proceso de cambio tan importante en la vida de una compañía como es el cambio de propiedad, máxime cuando el adquiriente no es otra organización consolidada y con reconocido prestigio, sino un nuevo empresario y antiguo directivo.

Debemos admitir con naturalidad que esa condición puede generar dudas sobre su capacidad en el desarrollo de su nueva función así como la viabilidad del propio proyecto empresarial a proveedores, clientes y empleados, con la carga de negatividad que esas dudas podrían suponer, y habrá que actuar en consecuencia para contrarrestar esas posibles dudas de la manera más firme y eficiente posible.

Para ello, nada mejor que desarrollar e implementar una estrategia de comunicación interna y externa. La estrategia de comunicación es a la vez una decisión, una intención, un análisis y una estratagema. Con ella, se priorizan objetivos y se valora la información disponible tanto sobre el contenido o entidad objeto de la comunicación, como sobre los sujetos receptores de esa comunicación y se establecen decisiones tanto en materia de contenidos como en la utilización de canales o herramientas de comunicación.

La estrategia de comunicación ha de ser diseñada tomando como base la estrategia empresarial descrita y en su definición deberá estar involucrado el equipo directivo al máximo nivel.

Es una herramienta clave para conseguir el alineamiento de las personas con el nuevo proyecto empresarial y se debe formalizar por escrito y estar recogida en el plan estratégico de comunicación integral.

## A modo de conclusión

El paso de directivo a empresario conlleva, por lo tanto, superar con éxito diversos procesos: la decisión interna de convertirse en empresario, la gestión del propio proceso de MBO/MBI y el proceso posterior a la adquisición.

En todo ello es tan importante el “qué”, es decir los factores clave (“timing” de la operación de compra, el potencial de la propia compañía o del sector en el que opera, etc.), como el “cómo” o factores complementarios (competencias del CEO y equipo directivo, alineación, confianza mutua, etc.).

Para un buen inicio el directivo debe hacer una autoevaluación completa de capacidades y motivaciones, con el fin de determinar que tiene las características adecuadas para dar el paso a ser CEO de un proyecto de MBO/MBI. Esto le ayudará a su vez a confeccionar un buen equipo directivo, elemento clave en este tipo de proyectos.

Para el CEO, puede ser una gran oportunidad a nivel profesional y a nivel económico, aunque también existen riesgos. Por eso es recomendable tener preparados planes alternativos.

El proceso de compraventa por parte de un Private Equity de la empresa objetivo es muy complejo para el CEO, que deberá gestionar con inteligencia y habilidad negociadora los distintos (y en algunos casos contrapuestos y conflictivos) objetivos de cada uno de los agentes implicados, así como los tiempos de la operación.

La nueva etapa tras la adquisición será muy exigente, por lo que una buena alineación y trabajo en equipo del CEO y equipo directivo con el Private Equity será esencial para alcanzar los objetivos. Por ello es importante escoger bien a los compañeros de viaje: empresa de Private Equity, asesores y equipo directivo. Y también plantear un plan de negocio realista y razonablemente conservador. La transparencia y confianza mutua entre todos será el mejor indicador de que las cosas van por buen camino.

Los intereses y las prioridades no tienen por qué ser exactamente coincidentes entre todos los stakeholders, pero el conocimiento y una buena gestión de los mismos para conseguir esa buena alineación hacia los objetivos serán pieza fundamental para la consolidación de una operación de MBI/MBO.

Por último, un punto a destacar es la necesaria convicción por parte del nuevo empresario de que la adquisición de la empresa no es el OBJETIVO del proyecto, sino el MEDIO necesario para llevar a cabo el proyecto, y que la etapa realmente importante y difícil, pero también con mayores posibilidades de satisfacción personal y profesional, empieza desde el momento de la compra y nunca antes.

Y para ello deberá aplicar el sentido común de forma permanente y dedicarse plenamente a su proyecto, lo cual no significa una nueva esclavitud, sino que debe enfocarse en trabajar bien, con pasión y compromiso en lo que tiene que hacer.

## Sobre los autores

El informe se ha elaborado sobre la base de diversas ponencias donde diferentes actores en este tipo de procesos han compartido sus experiencias cada uno desde su perspectiva, además de la propia experiencia e investigación de los autores del informe.

Para las ponencias, AED ha contado con la intervención de Pablo Sagnier, socio de Egon Zehnder; José M<sup>a</sup> Muñoz, socio de MCH; Pedro de Esteban; managing director de Carlyle; y Joan Sureda, directivo que ha realizado con éxito operaciones de MBI.

En cuanto a los autores del informe, todos ellos componentes de la comisión sobre la Función Directiva de la AED, han sido los siguientes:

### **Autores:**

Francisco Barrachina  
Josep Capdevila  
Josep María Fontclara  
Fernando Iglesia  
Joan Julià  
Fernando Mazón  
Joan Ignasi Monfort  
Ramón Morera  
Enrique Palau  
Ignacio Schmidt  
Juan Torras

## Sobre la Asociación Española de Directivos

Fundada en el año 1996, tiene como misión agrupar y representar al directivo, actor fundamental del progreso empresarial, económico y social, para contribuir a su desarrollo personal y profesional.

Integrada por más de 1.700 directivos, impulsa un amplio conjunto de actividades, entre las cuales figura el desarrollo de informes como el presente, elaborado por directivos con experiencia en los temas analizados para que sus conocimientos sirvan a otros colegas que, en este caso, estén valorando el importante reto profesional que supone convertirse en empresario.







[www.asociaciondedirectivos.org](http://www.asociaciondedirectivos.org)

