



Reflexiones semanales de Mercado

# Capital privado: fuerzas en juego

Explorando la dinámica fluida en el mercado de *Private Equity* “PE”



**Por Alejandro Lara**

Product Manager - Activos privados  
Insigneo

## Capital privado: fuerzas en juego

El capital privado o *Private Equity* “PE” es una industria resistente. Así la describió Hugh MacArthur, presidente de la práctica de capital privado de Bain & Co, cuando aludió a su desempeño en los últimos dos años, después de tomar en cuenta el impacto significativo del aumento en las tasas de interés. En 2023, el rendimiento agregado del espacio de PE fue positivo, compensando los resultados negativos observados en el 2022. Al mismo tiempo, los fondos más grandes en la historia del PE se levantaron en el 2023, algunos recaudando más de 26 mil millones de dólares. El tamaño y la relevancia de esta industria ha llevado a muchos financistas reconocidos a expresar renovadas preocupaciones sobre sus posibles efectos adversos sobre los mercados públicos, ya que ha permitido que las grandes empresas se mantengan privadas por más tiempo, si no permanentemente.

Sin embargo, bajo la superficie, la industria de PE ha sido sacudida por una poderosa tormenta. Cuando la Reserva Federal comenzó su ciclo de ajuste en 2022, la actividad transaccional disminuyó significativamente. En 2023 y continuando en lo que va de 2024, la venta de empresas subyacentes cayó sustancialmente, en comparación con el pico transaccional del 2021. Esto ha provocado una escasez de efectivo devuelto a los socios de fondos privados, lo cual ha impactado sus planes de comprometer más capital al espacio. Al mismo tiempo, esta dinámica empujó a los inversores hacia otras vías en busca de liquidez, como la venta

de activos con descuentos indeseables en el mercado secundario. La desaceleración en la actividad de transacciones continúa a medida que nos acercamos al tercer trimestre de 2024 y al tercer año de tasas de interés altas. Sin embargo, existen señales en el horizonte que indican que el flujo de transacciones de compra-venta de empresas privadas podría flexibilizarse más temprano que tarde, y que algunas de las tensiones que afectan a la industria podrían aliviarse.

Paralelamente a la escasez de distribución, también se cuestiona la perspectiva de una alta generación de retornos futuros, posiblemente la característica más atractiva del PE. Las tasas de interés altas han puesto en duda el impacto financiero que esto podría tener en las actuales empresas de capital privado. Esto incluye la oferta limitada de apalancamiento disponible para nuevas transacciones. Para empeorar las cosas, la industria ha estado durante años en la mira de críticos y académicos, que han alertado sobre la posibilidad de rentabilidades decrecientes, el uso de ingeniería financiera en detrimento de las empresas en cartera y la erosión del “alfa” provocada por la alta remuneración que cobran los gestores al mando de fondos privados. Sin embargo, los detractores no han podido frenar el fuerte crecimiento de la industria del capital privado ni la gran cantidad de capital comprometido por los inversores.

### **Volviendo a lo básico**

Históricamente, los fondos de PE se han basado en un modelo que consiste en comprar empresas de todos los tamaños e industrias con una combinación de capital accionario y deuda, este último también conocido como apalancamiento. La deuda es una fuente de capital relativamente más

barata, lo que permite que el flujo de caja libre distribuible a los accionistas sea mayor que los flujos disponibles si una empresa se comprase estrictamente con capital. Una vez que un fondo tiene el control de la empresa objetivo, normalmente llevará a cabo una serie de planes para aumentar agresivamente los ingresos y mejorar los márgenes financieros, con el objetivo principal de expandir su flujo de caja libre o EBITDA (ganancias antes de intereses, depreciación y amortización) y venderla dentro de un plazo que maximice los retornos de la transacción. Los períodos promedio de tenencia suelen oscilar entre cuatro y siete años, aunque algunos fondos a veces pueden vender empresas específicas antes del cuarto año o mantenerlas por períodos mucho más largos.

Como se mencionó anteriormente, el apalancamiento es una parte importante del modelo de PE y existe un consenso generalizado de que puede ser un impulsor importante de la rentabilidad. Pitchbook, un agregador de datos de la industria de PE, publicó un estudio que indicaba que el apalancamiento contribuyó a más del 30% del valor creado en algunas cosechas “*Vintages*” entre 2010 y 2016. Como recordatorio, la “cosecha” es el año en el que un fondo de capital privado comienza a invertir o cuando dicho fondo compra una empresa. Es comprensible que, debido al uso relativamente elevado de deuda en el modelo de PE, algunos inversores se pregunten si la industria puede seguir superando a los mercados públicos dado el entorno actual de altas tasas de interés.

### **¿Qué nos depara el futuro del *Private Equity*?**

Quienes buscan noticias positivas sobre las perspectivas de un desempeño superior de la

industria, en el contexto de un entorno prolongado de tasas de interés altas, pueden encontrar consuelo en un [informe de Goldman Sachs](#) en el cual se concluye lo siguiente, basándose en estudios académicos,

- 1) El capital privado está preparado para seguir generando valor y teniendo una ventaja relativa a los mercados públicos a la hora de llevar a cabo “transformaciones empresariales a gran escala”.
- 2) Aunque los impulsores del retorno varían con el tiempo, el contribuyente histórico más importante a los retornos es el crecimiento de los ingresos, no el apalancamiento.
- 3) El impacto del apalancamiento sobre los retornos de PE ha disminuido con el tiempo. Sorprendentemente, entre 2008 y 2021, el apalancamiento tuvo un impacto menor en los rendimientos que en el período 2000-2007.
- 4) Los fondos de capital privado tienen una variedad de herramientas a su disposición para generar valor. Más importante aún, no todas estas herramientas se implementan al mismo tiempo. Dada la dinámica actual en juego, los fondos tienen la flexibilidad de implementar diferentes conjuntos de herramientas para diferentes escenarios.

El informe de Goldman Sachs coincide con un estudio de 2024 realizado por Hamilton Lane, que demostró que no existe una correlación clara entre los retornos de las transacciones, medidos por las tasas de retorno de inversión brutas, y el apalancamiento, medido por la relación deuda-EBITDA. Las adquisiciones que se hicieron con un apalancamiento de 3 veces EBITDA pudieron generar retornos equivalentes a aquellos que se hicieron con apalancamiento superior a 5 veces. El

estudio también mostró que la relación mediana entre la deuda empleada y la valoración de adquisición ha disminuido en los últimos 15 años, mientras que la relación mediana de deuda-EBITDA ha oscilado entre 4x y 5,5x. Lo que esto significa es que, aunque las empresas privadas se han encarecido, este valor incremental no se ha financiado con deuda adicional, sino con otras fuentes de capital.

Sin embargo, el estudio de Hamilton Lane indica que los entornos de altas tasas de interés sí impactan los rendimientos tanto del capital público como del privado, donde los fondos de capital privado que tienen siete o más años de vida son los más afectados. Esto tiene sentido, ya que los fondos más antiguos muy probablemente invirtieron una parte sustancial de sus carteras en un entorno de tasas bajas. El año de cosecha claramente importa. Las transacciones de compra cerradas antes de 2021 tuvieron acceso a deuda menos costosa y por ende dichas empresas han estado sujetas a correcciones en su valoración, mientras que aquellas cerradas después del segundo trimestre del 2022 se consumaron al costo de capital presente y a precios consistentes con el ambiente actual.

#### **Los mayores costos de la deuda conducen a una menor actividad**

El impacto del aumento en el costo del capital ha sido doble: los gastos por intereses han aumentado, mientras que hay menos deuda disponible para financiar adquisiciones, lo que resulta en un menor stock de capital disponible dentro del ecosistema de PE. Estas dos fuerzas, al unísono, son las principales culpables de que el flujo de transacciones se vea afectado. Es

comprensible que las valoraciones del lado comprador se hayan ajustado a la baja, ya que el coste medio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés) ha aumentado y hay menos capital derivado de deuda disponible para nuevas adquisiciones. Del lado de las ventas; sin embargo, los fondos de capital privado se han mantenido firmes en sus valoraciones objetivo y se han visto indispuestos a vender empresas maduras a descuentos indeseables. Esta dinámica ha llevado a que los períodos de tenencia promedio estén alcanzando picos históricos.

Por mucho que la industria del capital privado pueda afirmar que las valoraciones sean precisas, existe un grado de disonancia entre lo que Bain & Co. llama el “diferencial de oferta y demanda” y las valoraciones actuales. Esto es particularmente cierto después de un año como 2023, en el que los resultados agregados de la industria dieron como resultado rendimientos positivos cercanos al 10%. Esto juega a favor de la idea de que los fondos de PE protegen las valoraciones independientemente de las condiciones del mercado.

Sin embargo, hay fuerzas en juego que podrían hacer que esta situación mejore más temprano que tarde. Para empezar, es necesario devolver efectivo a los inversores, para que puedan considerar reciclar sus compromisos en las mismas sociedades y sus nuevos *vintages*. Al mismo tiempo, los gestores necesitan invertir la gran oferta de capital comprometido antes de que expiren los períodos de inversión, que normalmente tienen una duración de cinco años. Además, el panorama de las líneas de crédito parece estar cambiando. Aunque la tasa libre de riesgo se ha mantenido obstinadamente por encima del 5%, la reaparición de los bancos como prestamistas de fusiones y adquisiciones, después de dos años de ausencia

casi total, junto con la intensa competencia dentro del sector de préstamos directos, ha comprimido los diferenciales en el mercado de crédito entre 100 pb y 150 pb, o del 1 al 1,50%. Esta dinámica ha permitido que se destine menos efectivo al servicio de la deuda, creando vientos de cola para las valoraciones de las empresas y la generación de nuevas transacciones.

Es importante que los inversores que quieran invertir en el espacio de PE tengan en cuenta que no todos los fondos de capital privado son iguales. Como resultado, los fondos que se centran en empresas más pequeñas (el segmento mediano-bajo de la industria), no dependen tanto de la deuda y, por lo tanto, no se ven tan afectados por las altas tasas de interés. Además, los potenciales vendedores de empresas medianas y pequeñas no son tan sensibles a las valoraciones. Las transacciones de capital de crecimiento, en las que se adquieren participaciones minoritarias en negocios con flujo de caja positivo a cambio de cierto grado de control, no suelen depender tanto de la deuda y han demostrado ser capaces de generar rentabilidades en el cuartil superior. Además, la oportunidad de participar en transacciones secundarias de capital privado sigue siendo atractiva, ya que los grandes inversores institucionales continúan vendiendo tramos de sus carteras de capital privado a descuentos elevados. Esto brinda a los inversores la oportunidad de comprar participaciones de capital privado maduras a valoraciones atractivas.

Teniendo en cuenta las corrientes cambiantes en la industria de PE, la selección adecuada de gestores es ahora más importante que nunca. Si el impacto producto del acceso restringido a deuda es una preocupación, los inversores podrían centrarse en sectores o segmentos que hayan podido generar

Alfa sin depender del apalancamiento. Después de todo, resulta que el impacto de éste sobre en los rendimientos pareciera no ser tan determinante como se esperaba.



*Click or scan this code to access more insights at [insigneo.com/insights](https://insigneo.com/insights)*

## Important Legal Disclaimer

Insigneo Financial Group, LLC comprises a number of operating businesses engaged in the offering of brokerage and advisory products and services in various jurisdictions, principally in Latin America. Brokerage products and services are offered through Insigneo International Financial Services, LLC, headquartered in Puerto Rico, and through Insigneo Securities, LLC, headquartered in Miami. Both are members of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC) <https://www.sipc.org/>. Investment advisory products and services are offered through Insigneo Advisory Services, LLC, an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission. In Uruguay, advisory services are offered through Insigneo International Asesores de Inversion Uruguay, SA, Insigneo Asesores de Inversion Latam, SRL, and Insigneo Asesores de Inversion de Uruguay, SRL, in Argentina through Insigneo Argentina, SAU, and in Chile through Insigneo Asesorías Financieras, SPA. Collectively, these eight operating businesses make up the Insigneo Financial Group. To learn more about the Broker Dealers including their conflicts of interest and compensation practices, please go to <https://insigneo.com/disclosures/> or via [www.finra.org](http://www.finra.org). To learn about Insigneo Advisory Services, LLC and any conflicts related to its advisory services, please see its Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website <https://adviserinfo.sec.gov/>.

### FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera.

Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital.

La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

### FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

### FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC, o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.