

Florian Schuhbauer sobre el Activismo en Europa

Recientemente hemos tenido el placer de aprender de Florian Schuhbauer sobre la inversión activista en Europa. Gestor de [Active Ownership Fund](#), con sede en Alemania, Florian tiene un *track record* de creación de valor en empresas cotizadas europeas. Antes de lanzar su empresa, Florian fue socio de Triton Partners, una destacada firma europea de capital privado. Florian también ocupó puestos destacados en gestión de inversiones y operaciones empresariales en AVI/General Capital Group, Deutsche Post World Net & DHL Global Mail, Newtron AG y Dresdner Bank/Dresdner Kleinwort Benson. En Active Ownership, Florian se enfoca en realizar inversiones minoritarias importantes en un número limitado de *Small- y Mid-Caps* infravaloradas que se encuentran en el norte de Europa y también busca aumentar su valor a través de mejoras operativas, estratégicas y de gobernanza.

(La siguiente entrevista es una transcripción editada de una entrevista y puede presentar errores. La transcripción ha sido ligeramente resumida por motivos de claridad y legibilidad).

The Manual of Ideas: *Algunos inversores pueden pensar que los enfoques activos en Europa son muy difíciles. ¿Cómo evalúas el activismo en Europa, en especial en relación con los EE.UU.?*

Florian Schuhbauer: Es un blanco fácil para muchos inversores porque casi nunca lees sobre activismo en Europa. Especialmente en Alemania, de donde soy, donde hubo un gran caso, que fue Deutsche Boerse con TCI y Atticus. Después, tuvimos una gran discusión y los fondos de cobertura básicamente fueron expulsados de Alemania. Al menos eso es lo que se percibe. La realidad es diferente. Hay beneficios para hacerlo de esta manera porque casi no tienes competencia, lo que obviamente ayuda a generar buenas rentabilidades.

Desde una perspectiva alemana, un inversor activista estadounidense básicamente hace mucho ruido; ejerce una gran presión sobre los equipos gestores de las empresas para: a) recomprar acciones; y b) pago de dividendos. Tal enfoque hostil no funcionaría en Alemania. No funcionaría con éxito a largo plazo. Puedes hacerlo una o dos veces y luego tu reputación se dañará. Nadie trabajaría contigo nunca más. Puedes debatir: «A quién le importa, porque de todos modos es hostil», pero creo que, si te acercas a alguien de una manera constructiva, obtendrás un mejor acceso a la empresa e información mucho mejor. Además, puede haber un punto en el que te percibas como un hostil que ya no está recibiendo apoyo de los expertos adecuados de la industria.

Para ser justos, muchas de las cosas que está haciendo un inversor activista estadounidense es prácticamente lo mismo que nosotros estamos haciendo: todos nosotros buscamos empresas infravaloradas. Podríamos hacer eso de manera diferente, pero no es una ciencia. Lo que estamos haciendo es un arte: buscando compañías infravaloradas con un gran margen de seguridad y con algunos problemas que podemos identificar y luego, con suerte, cambiar. Difícilmente hay otro tipo de inversores que los inversores activistas que hacen tanto trabajo analizando una empresa; realmente voltean cada piedra, tratando de obtener un conocimiento completo en la diligencia debida. A veces incluso se nos permite mirar los libros para profundizar de verdad, lo que no sería el caso si eres un activista hostil. Creo que todos nosotros trabajamos en conjunto con múltiples expertos de industrias que te ayudan a definir los problemas, los riesgos de la empresa y cómo se pueden abordar. Además, básicamente te ayudan a definir un plan para aumentar el valor. Ese plan por lo general se

discute públicamente o a puertas cerradas con el equipo gestor, con la junta directiva, y con las partes interesadas.

Esa es casi la esencia del trabajo entre bastidores y la gran diferencia es la forma en que te acercas a las empresas. Siempre hacemos esto entre bastidores. He invertido en esa estrategia desde 2006. Conozco demasiado a la mayoría de las compañías que son un poco interesantes. Son relaciones a largo plazo, por lo que en realidad solo hay un enfoque natural y un diálogo constante. Nos concentramos y enfocamos en un caso y obviamente se intensifica. Para nosotros, la prensa es solo el último recurso. De verdad, si no puedes llegar a la gestión, a la junta, francamente, prefiero no invertir que utilizar a la prensa. ¿Por qué? Porque la reputación es clave en nuestra cultura. Las diferencias culturales son muy importantes. Está mucho más orientada a la conexión y tiene mucho menos control virtual, por lo que es clave que tengas el acceso adecuado a las personas y que haya una base de confianza. Creo que quizás esa es la mayor diferencia. Una vez que hayas pasado por este punto de análisis, la verdadera cuestión de cómo tener éxito es en realidad cómo tener el control.

Para un inversor estadounidense, su forma de tener el control o de tener influencia es usar la prensa y realizar costosas luchas por la delegación de voto de los accionistas. Gracias a nuestro régimen de gobierno corporativo, tenemos mejores formas de hacerlo. Solo para darte dos ejemplos: En Suecia, si eres uno de los cuatro principales accionistas, automáticamente se te solicita que te unas al comité de nominación y, si no te lo piden, simplemente alzas la mano. El comité de nominación designa a la junta todos los años. Es un sistema de dos niveles. Tienes a la junta directiva y el equipo gestor. Por lo general, la gestión no está representada en la junta, así que existe una jerarquía clara. La junta es elegida por accionistas o representantes de accionistas, luego contratan o despiden a los gestores. Nuestros gestores lo saben. No es que de repente tengas que luchar contra el director ejecutivo y el presidente, que en realidad es la misma persona. Es un sistema de dos niveles, controles y equilibrios; eso claramente ayuda.

Otro ejemplo es Alemania, donde si eres propietario de más del 5% de una empresa, puedes poner cualquier tema en la Asamblea General Anual [AGA]. También puedes convocar con relativa facilidad a una Asamblea General Extraordinaria [AGE] y siempre hay formas legales de retrasarlas, pero, básicamente, puedes convocar una AGE y luego establecer tus propios temas en la agenda, lo que facilita el control. Quizás otra cosa es que nuestra cultura de accionistas es muy diferente: está mucho menos desarrollada, por lo que, si compras empresas familiares y notas que la presencia típica en la AGA está por debajo del 50%, lo que significa una participación media del 20-25% en una empresa, te otorga la mayoría en la AGA, lo que te coloca en pleno control de una compañía; eso obviamente es fantástico y ofrece muchas oportunidades.

MOI: *Explica por qué te enfocas en los países nórdicos y danos una idea de las diferencias con el resto de Europa.*

Schuhbauer: La mayor parte se debió a la cuestión de dónde tienes las mejores relaciones. Soy un firme creyente de que las buenas relaciones te ayudan a tomar mejores decisiones de inversión. Soy alemán, mi socio austríaco solía trabajar para Triton hasta fines de marzo, que es una empresa alemana/sueca. Parte de mi equipo todavía está allí. Los nórdicos serían una adición natural a esto. Además, te das cuenta de que estos países son muy similares. Existen diferencias, pero incluso entre el norte y el sur de Alemania existen diferencias. Esa, creo es la razón principal. Si miras a Francia, será mucho más difícil para un alemán hacer negocios allí y la falta de contactos; Reino Unido, el régimen de gobernanza es diferente, es mucho

más similar al de los EE.UU. Eso también quedó fuera y los otros países interesantes como Polonia, su ley se basa en el Código Civil y el Código de Comercio alemán, los dos libros jurídicos principales que tenemos, pero en este momento, no es el enfoque para nosotros.

Entonces, si nos fijamos en el tamaño de nuestro universo de inversión, existen más de 2 mil acciones cotizadas en nuestro universo. Ahora solo estamos invirtiendo en empresas con una capitalización bursátil de hasta €500 millones, pero todavía tienes aproximadamente mil empresas. Luego hacemos otro filtro: no estamos invirtiendo en compañías financieras, no estamos invirtiendo en compañías de biotecnología; no nos gustan los inmuebles, por lo que se reduce a 700 empresas, y ese es un universo agradable y razonable.

MOI: *Con esa mentalidad, con ese enfoque, ¿cómo puedes generar ideas que son interesantes para ti como inversor?*

Schuhbauer: Dos formas principales. Una es hacer filtros. Usamos muchos filtros *value*, que van del P/B al retorno sobre los activos totales; usamos EV/EBIT, EV/EBITDA; usamos algunos filtros de liquidez. Siempre buscamos *net-nets*, que a veces existen. Esa es una parte de eso. Utilizamos prácticamente cualquier filtro *value*. La otra parte importante es conocer las compañías y buscar compañías que tengan problemas que podamos entender o buscar empresas que tengan múltiples líneas de negocios que quizás no tengan sentido. Buscamos compañías donde creemos que podemos mejorar el funcionamiento del negocio, ayudar a cambiar la dirección estratégica. Quizás también compañías que no son reestructuraciones intensas, pero tienen algunas necesidades de reestructuración; algunas necesidades de reorganización, cosas que necesitan que alguien lidere e impulse. Así es como, al final del día, defino la propiedad activa. Se trata de ser un propietario activo: ayudar al equipo gestor correcto a hacer las cosas correctas. Básicamente, hacemos eso fuera de la junta o fuera de los acuerdos de consultoría, por ejemplo.

Ahora, la pregunta es: ¿dónde puedes realmente crear valor? Para nosotros, hay cinco áreas donde podemos crear valor. Más importante aún, el gobierno corporativo. Eso en realidad nos coloca en una posición para poder hacer lo que estamos haciendo. Controlar a la junta directiva o al menos influir en ella: si son las personas correctas y confiables, si trabajan de manera eficiente y efectiva. Luego, fuera del control del consejo de supervisión, debes asegurarte de contar con el equipo gestor adecuado. Esa es la clave. Puedes tener el mejor plan del mundo para aumentar el valor. Si no es ejecutado por el equipo gestor adecuado, no funcionará. Debes ser muy atento si quieres mantenerte con el equipo gestor actual o cambiarlo por completo o al menos en partes. Incluso eso se puede hacer de una manera no hostil. Obviamente, no es amistoso si le dices a alguien: «Te están despidiendo», pero si eres transparente en tu toma de decisiones, si les das buenas razones por las que esta es la manera correcta de seguir adelante, al menos para ti, ellos son comprensivos.

Una compañía a la que podría volver es con un director ejecutivo con el que trabajamos estrechamente durante años antes de invertir. Sabía desde el principio que no creíamos que a largo plazo él fuera el tipo adecuado para nosotros. Él aceptó eso. Él era en realidad... no diría feliz, pero se sintió aliviado de que fuéramos honestos con él. Siempre habíamos prometido tratarlo de manera justa y eso es lo que hicimos. De nuevo, también estás recuperando tu propia reputación. Queremos gente, queremos que los equipos gestores hablen con él porque, aunque lo despedamos, él te dirá cosas buenas de nosotros porque fuimos honestos y transparentes con él y lo tratamos bien. Creo que eso es importante, pero una vez más, eso no significa que no estamos cambiando los equipos de gestión. Entonces siempre debes asegurarte de que la gestión esté en el mismo barco que tú; debes tener los incentivos adecuados y, a continuación, idealmente también te alinearás dentro de los

límites legales con otros propietarios. Simplemente ayuda. Una vez que tengas esto, puedes enfocarte en las cosas estratégicas y operativas reales: estructura de capital, etc.

MOI: *Veamos un ejemplo. Comparte con nosotros una inversión pasada: cómo la encontraste, cómo llevaste a cabo los criterios que acabas de describir...*

Schuhbauer: Acabo de hablar sobre Kontron, que todavía está en la cartera de Triton. Definitivamente todavía hay mucho trabajo por hacer. ¿Cómo me acerqué a eso? Conocí a la empresa por primera vez en 2006. Me gustó el negocio. Están en el campo de la informática integrada, lo que básicamente significa que producen los cerebros de las máquinas, por lo que las cajas electrónicas básicamente dirigen las máquinas y les dicen qué hacer. Es un componente de hardware y un componente de software. El hardware se convierte en un producto *commodity*, el software tiene valor agregado. Me llevo bien con el Sr. Niederhausen, fundador y después director ejecutivo. Me gustaba su negocio, me gustaba él. Siempre encontré que la empresa no tenía un precio con suficiente margen de seguridad, pero es una industria que está creciendo estructuralmente un 8-10% anual, dependiendo de las verticales, así que seguimos detrás de ella. Luego, el director financiero se convirtió en el próximo director ejecutivo, así que continuamos nuestra relación y luego en 2010 algo sucedió: tuvieron un gran caso de fraude en Malasia. El precio de las acciones cayó tremendamente. Solo para darte una idea de lo grave que fue: la empresa en ese momento tenía aproximadamente €40 millones en EBIT y de la noche a la mañana se había gastado €34 millones en efectivo.

Para esa compañía, con €500 millones en ingresos, eso fue pertinente. El precio de las acciones cayó bastante. Fue entonces cuando de hecho intensificamos de nuevo todo nuestro trabajo. En primer lugar, comenzamos a mirar el lado del mercado: ¿hay algún problema con el mercado? ¿hay algún problema con el producto, con la calidad del producto, con la percepción de Kontron? Hablamos con muchos de sus clientes. Obtuvimos el apoyo del fundador de Kontron. Así que eso estuvo bien. Después, obviamente, necesitábamos entender el caso de fraude. Hicimos un gran trabajo para entender eso. Necesitábamos asegurarnos de que este no era un problema sistémico; este fue un problema complementario de una sola vez. En este caso, eso realmente sucedió en un negocio secundario donde simplemente anunciaron que lo cerrarían. Eso fue muy importante. Cubrimos eso y luego observamos las fortalezas y debilidades y luego, ¿qué podríamos cambiar? Esto no fue hecho de la noche a la mañana. Desde el día en que pasó lo de Malasia hasta que invertimos, pasaron 18 meses. Trabajamos mucho hablando con los proveedores, hablando con los competidores, realizando estudios de mercado y entendiendo los productos, que no son fáciles de entender en este caso. Hay contenido de alta tecnología que necesitábamos para asegurarnos de que lo entenderíamos.

Hablamos con la gestión, hablamos con la gestión de segundo y tercer nivel; Miramos sus instalaciones de producción; tratamos de obtener lo más posible sin mirar sus libros. Luego definimos el plan de reducción de costes porque para nosotros, lo que era evidente era que entre 2008 y 2012 los gastos generales centrales se triplicaron, lo que en esa situación podría haber sido adecuado si se hubieran reducido los gastos generales no centrales, que no fue el caso. Estaban en una situación en la que solían adquirir muchas empresas, que nunca se integraron y luego cuando Warburg Pincus, otra empresa de capital privado, compró Kontron a través de una ampliación de capital, comenzaron a cambiarlo; mercedamente, porque necesitaban ponerlos en una base diferente en términos organizaciones para poder crecer más. Pero, desafortunadamente, la ejecución no fue muy buena y tuvimos el problema de simplemente agregar gastos generales de manera constante, lo cual fue algo grandioso para nosotros porque podíamos suponer que Kontron no está superando al mercado. Solo el

hecho de ser estables en el lado de los ingresos hubiera sido bueno y simplemente eliminamos los costes que se agregaron anteriormente. Sacar el coste de los gastos generales no es lo más difícil de hacer.

Además, si analizaste el capital de trabajo y la gestión de la cadena de suministro, también tienes mucho potencial de mejorar allí. Diseñamos un plan de mejora para deshacernos de €40 millones en costes y lo discutimos con el equipo gestor, que sabía que queríamos un equipo diferente para llevarlo a cabo, pero queríamos ver si era realista o no. Obtuvimos una clara respuesta que era realista, también lo discutimos con nuestros expertos de la industria y luego hubo un momento para saltar o no. Decidimos saltar; también fuimos ayudados por un *profit warning* que habían anunciado para que pudiéramos comprar a un precio relativamente bajo. Al menos para nosotros ese fue un buen precio. Entonces comenzó el verdadero trabajo duro, porque en ese momento necesitas ejecutar lo que has escrito y planeado hacer. Si nos fijamos en lo que sucedió desde que nos involucramos, también ejecutado a medias y no por nosotros, sino por Warburg Pincus, ya que estaban allí, se puede ver que sucedieron muchas cosas después de que nos involucramos.

Presentamos nuestra participación accionaria en mayo. El director de tecnología fue despedido en agosto; el nuevo director de operaciones fue anunciado en septiembre; el nuevo director ejecutivo llegó en noviembre; el director financiero se fue en el primer trimestre del año siguiente y eso fue en 2013. En junio de 2013, en la siguiente AGA, se cambió toda la Junta a excepción del representante de Warburg Pincus. La Junta mejoró enormemente. Definimos las principales tareas que debía realizar la empresa y contamos con un mentor para todas estas diferentes tareas en el Consejo de Supervisión. Teníamos especialistas en software, teníamos especialistas en ventas; teníamos a Peter Bauer, el antiguo director ejecutivo de Infineon, que pasó por el mismo tipo de reestructuración en Infineon. Tuvimos al ex presidente del principal competidor de Kontron en Alemania, que también pasó por una difícil reestructuración. Creemos que es una Junta de muy alto calibre y, junto con el nuevo equipo gestor, ahora necesitan llevar a cabo el plan de reducción de costes, la reorganización y luego, una vez hecho esto, el próximo crecimiento.

En paralelo, estamos cerrando las plantas de producción y trasladando nuestra sede central desde Erding, cerca de Múnich, a Augsburg, que solía ser un lugar de producción. Puedes discutir que en realidad estás haciendo demasiado al mismo tiempo. Desafortunadamente, sentimos que no teníamos más tiempo, así que necesitábamos llevar a cabo.

MOI: *Es bastante inusual que la actual gestión, así como lo contaste en la historia, simplemente se vaya y te deje tomar el control en cierto sentido. ¿Por qué no hubo un rechazo?*

Schuhbauer: Realmente la clave es controlar al Consejo de Supervisión. Si tienes la mayoría en un Consejo de Supervisión, lo cual en Alemania puede ser difícil mientras tienes determinación, entonces tienes juntas donde seis miembros del lado del empleado están allí junto con seis del lado del capital, lo cual es algo interesante para hacer frente. Ese no es el caso en Kontron, por lo que solo eran representantes del lado del capital. Una vez que tengas al Consejo de Supervisión bajo control o tengas personas con la mentalidad correcta a tu lado, el equipo gestor entiende que no están a cargo. En principio, podrías hacer eso en cualquier momento. Con Kontron es un extremo, ya que cambiamos todo el equipo gestor en un año. Esto funcionó porque los tratamos justamente: fuimos transparentes y honestos. Soy un gran creyente de que esa es la clave. Si tratas bien a las personas, tal vez no les gusten tus decisiones, pero es más probable que las entiendan.

MOI: *Sería interesante escuchar más sobre la estructura que acabas de describir en Alemania. Por lo tanto, ¿por qué en Kontron no había representantes laborales?*

Schuhbauer: Depende del tamaño del holding que cotiza en Bolsa y también depende de un poco de la industria en la que se encuentre. Tienes una determinación completa, o tienes una determinación parcial; digamos que tienes seis miembros, cuatro del lado del capital, dos del lado del empleado y estos por lo general son representantes sindicales; o no tienes representantes de empleados. Claramente, es mucho más fácil de controlar si no hay un representante de los empleados, pero, por otro lado, si es una buena inversión tienes una buena idea de cómo influir, eso se puede hacer.

MOI: *Descríbenos el proceso de ingresar al Consejo de Supervisión. ¿Cómo sucedió eso en Kontron y cómo se puede extrapolar en otras situaciones?*

Schuhbauer: Hay diferentes formas. La forma normal es que los miembros del Consejo de Supervisión son elegidos por la AGA y por lo general no tienes una Junta estupefacta, así que por lo regular es un periodo de tres, cuatro, cinco años y una vez que finaliza, todo el Consejo de Supervisión está de pie para la elección. Obviamente, si compras una compañía y eligieron la Junta por cinco años el año pasado, eso no es lo ideal. Entonces, lo que tienes que hacer es hablar con los muchachos y pedirles que renuncien. Es decir, creo que es habitual para la mayoría de las empresas en el mundo. La práctica relativamente habitual en Alemania y la razón por la cual la gente deja el cargo es bastante sencilla: hay una manera de votarlos fuera del Consejo de Supervisión, dependiendo de los estatutos.

Es una mayoría simple o una mayoría del 75% en la AGA o en la AGE y recuerde que, como accionista minoritario, puedes convocar una AGE y con esta pérdida de prestigio, nadie quiere arriesgarse. Hasta el momento, no nos hemos encontrado con un tipo que no haya renunciado a nosotros.

Por supuesto, lo que no se puede o no se debe hacer es pedirle a toda la Junta que renuncie inmediatamente por ti, por lo que se debe hacer paso a paso. Tienes que estar dentro. Una vez que estás dentro, al final del día, ¿quién se sienta en la Junta? Al menos en Alemania, son principalmente amigos y familiares del director ejecutivo porque si no hay un propietario activo, él elige a las personas y las sugiere en la AGA. En la mayoría de los casos, tienes toneladas de inversores pasivos que no votan o simplemente votan sobre lo que sugiere la gestión. Solo para darles un ejemplo: tuve una conversación reciente con un director ejecutivo sobre una empresa que realmente me gusta. Le dije que quería estar en la Junta. Él estaba como: «Bueno, en este momento mi vida es realmente grandiosa. Tengo tres amigos míos en la Junta. No me hacen preguntas, puedo hacer lo que quiera», y luego la siguiente frase de él fue: «Por otro lado, también apesta porque no recibo ningún apoyo. No tengo un oponente; no tengo ayuda con la asignación de capital; no tengo ayuda para formar la visión estratégica de las compañías, así que sí, me encantaría tenerte en mi Junta porque podrías ayudarme con esas cosas».

Estas son una de las dos formas de verlo. Tú eres un director ejecutivo que solo quieres hacer lo que haces y, ten en cuenta, en Alemania no existe una cultura de accionistas. Se trata principalmente de inversores pasivos. O bien tienen inversores particulares que no se revelan o fondos mutuos, que son pasivos. La empresa básicamente no es propiedad de nadie. La gestión por lo general no tiene acciones, así que es un gran problema de agencia, que también es una gran oportunidad porque una vez que alguien asume la responsabilidad de ser el propietario y decide volverse activo, tú puedes reformar esas compañías y mejorarlas mucho. Francamente, cuando se trata de mejoras operativas, constantemente me

sorprende la forma en que los gestores mal pagados gestionan la empresa, gestionan el capital de trabajo o cadena de suministro; cuán ineficientes son las estructuras de costes, cuántos gastos generales hay; qué tan mal está organizado el abastecimiento. Podemos hablar de eso durante horas, es simplemente increíble.

MOI: *Interesantemente, para poner esto en perspectiva, aquí estamos hablando de Alemania [difícilmente un país ineficiente]...*

Schuhbauer: Es verdad. Si miro al otro lado —empresas privadas—, que conozco de Tritom porque trabajamos con compañías privadas y cotizadas, lo mismo aquí. Especialmente si adquirimos compañías de empresas cotizadas, el potencial de mejora fue tremendo.

Podrías generar efectivo rápidamente; podrías reducir los costes y la razón principal por la que hubo estos negocios complementarios que se vendieron y nunca recibieron atención, es que nunca tuvieron las mejores personas. Ahora puedes pensar en compañías *Small Caps*. ¿Conseguirían los mejores posibles gestores? Lo más probable es que no, porque no tienen un dueño para incentivar a la gente de la manera correcta. Inclusive si tienen gestores maravillosos, ¿recibirían el apoyo adecuado de la Junta donde tengan suficiente capital para respaldar las oportunidades de crecimiento? La mayoría de estas preguntas se pueden responder con un no, pero tú puedes cambiar eso. Eso es parte de nuestra estrategia: tener una propiedad efectiva.

MOI: *Mantengámonos con Alemania. Desde la perspectiva de un gestor activista emergente que tiene cantidades limitadas de capital, ¿cuáles son los hechos concretos e interesantes de ser un activista en Alemania?*

Schuhbauer: Por lo general, [un 5% de participación en una empresa] te daría el derecho de poner tus propios temas en la agenda de la AGA. Para mí, el 10% es importante. ¿Por qué? Si tienes menos del 10%, en realidad las personas no te apoyan como miembro de la Junta, pero si te diriges a un director ejecutivo y le dices: «Tengo más del 10%. Quiero ser representado en el Consejo de Supervisión», él comprende eso. Normalmente eres uno de los principales accionistas o el accionista mayoritario. Es un debate relativamente fácil y no hay muchos argumentos en contra, así que para mí es una especie de nivel clave. Con eso, muchas veces no necesitas pasar por todas las opciones legales que tienes. Hay otras cosas con las que puedes amenazar. Puedes amenazar con hacer lo que se llama en Alemania un *Sonderprüfung*, que básicamente es que con una simple mayoría en la AGA puedes poner un auditor en la compañía que audita ciertos problemas que tú has identificado. Evidentemente, es algo que ningún miembro del Consejo de Supervisión quiere que suceda; tampoco es lo que el equipo gestor quiere que suceda. Allí existe una amenaza muy sólida, pero también una amenaza ejecutable, que es importante porque si te llaman farol y eres un farol, eso no ayuda.

MOI: *¿Cuáles crees que son las lecciones clave que has obtenido de esta inversión, que todavía es un trabajo en curso...?*

Schuhbauer: Un debate que tuvimos internamente fue si podríamos hacer una reestructuración tan complicada en una empresa que cotiza en Bolsa. Aquí, la lección aprendida es sí, pero no es fácil. Es complicado: requiere más tiempo que en el lado privado porque es más público, incluso si no es una compañía grande. Pero es posible. También diría que los casos de inversión son mejores si se trata de una reestructuración menos complicada. En Kontron, hicimos demasiado a la vez, pero no necesitábamos hacerlo porque el tiempo se desperdiciaba desde antes, así que no había otra opción. Obviamente, es mejor

no hacer todo a la vez. Además, dado que había otro inversor importante en esa situación, constantemente teníamos el problema o al menos el problema teórico de actuar de acuerdo, estar juntos más del 30%, algo que ambos de nosotros tomamos muy en serio. Por otro lado, lo que subestimamos fue que no fuimos bienvenidos, al menos al principio. Creo que ahora eso ha cambiado, pero eso es algo que hemos subestimado, así que las lecciones aprendidas ahí es que es más fácil saber con qué inversor vas a invertir y si sabes que piensas en ciertas cosas de la misma manera.

Quizás una cosa que también se subestimó en este caso: cuánto se enfocaba internamente la empresa. Sabíamos que este era el caso. Simplemente subestimamos cuánto, así que es algo difícil de analizar, pero debería analizarse aún más en el futuro y tomarse más en serio como un riesgo, porque obviamente es un gran problema para un crecimiento sólido. Creo que el actual CEO hace un gran trabajo al gestionarlo y mejorarlo, pero es algo de lo que solo tenemos que hacernos cargo.

MOI: *¿Cuál crees que fue la parte más difícil de esta inversión? ¿Qué fue lo que te mantuvo más despierto por la noche?*

Schuhbauer: Es difícil de decir. Siempre es difícil despedir a las personas o decirles que las despiden una vez que trabajas con ellas desde hace bastante tiempo, pero es solo una parte necesaria que hay que hacer. Esta una parte complicada; no me mantiene despierto. Eso es parte de la estrategia de inversión. Supongo que lo más difícil fue la pregunta de si los empleados de verdad pueden lidiar con todo lo que les estamos haciendo al mismo tiempo. Tienen un nuevo equipo gestor; tienen una nueva organización. La planta de producción estaba cerrada, necesitaban moverse. Los procesos fueron cambiados, casi todos los empresariales fueron cambiados. En ocasiones, mucha gente no sabía lo que ya no se les permitía hacer. La complejidad de la situación fue lo que más me preocupó.

MOI: *Con Kontron, resultó que obtuviste el control y si bien operativamente puede seguir siendo un trabajo en curso en cierto sentido, representó una aplicación exitosa del enfoque de inversión. ¿Hay ejemplos pasados que no funcionaron como esperabas y donde quizás pensaste que podrías tomar el control, pero no pudiste? Y si es así, ¿cómo resolviste esas situaciones?*

Schuhbauer: Honestamente, en realidad no. Los casos que queríamos controlar, siempre tuvimos el control. Hay un caso, Curanum [ahora parte de **Groupe Korian**], un proveedor de residencias de personas mayores en Alemania, donde internamente intentamos, por razones específicas, no tomar el control total de la Junta porque teníamos una empresa similar en Suecia en nuestra cartera de capital privado y allí teníamos algunos problemas publicitarios. Solo queríamos que esto no se extendiera a nuestra cartera de empresas alemanas. Sin embargo, pudimos ejecutar nuestro plan de aumento de valor porque sabíamos que teníamos personas con ideas afines en la Junta y también cambiamos un poco la Junta, pero no pusimos a nuestra propia gente allí. Lo que suena tan complicado y el retroceso que obtenemos cuando hablamos de nuestras estrategias, la mayoría de las veces es que no podemos tomar el control de una empresa cotizada con una participación minoritaria. Pero puedes. Creo que quizás esa es la lección importante aprendida. Funciona. Cuando piensas demasiado con anticipación, debes asegurarte de que tienes a las personas adecuadas para los puestos, que te fijaste en todo lo que podría pasar en tu contra. Pero una vez que hayas descubierto todos estos puntos, por lo general funciona.

Además, lo que ayuda ahora es que nuestra reputación en el mercado es bastante buena. Las empresas nos piden que nos convirtamos en un *caballero blanco* contra un accionista

que no les gusta, lo cual es algo estúpido ya que la gestión no debería poder elegir a sus accionistas. Pero obviamente ayuda. Tú no tienes acceso a la empresa, a su información; así que claramente nos gusta. Las empresas también nos piden que nos unamos a sus Juntas incluso si no invertimos, lo que no vamos a hacer porque toma tiempo. Si tomas en serio a la Junta, eso lleva mucho tiempo. Esa es parte de la razón por la que tenemos una cartera muy concentrada. Es un concepto donde, sí, hay ciertos casos donde el control es un riesgo porque no funcionará si no tienes el control total, pero la mayoría de los casos no requieren un control total: requieren influencia y control parcial; requieren influencia y control parcial. Al menos siempre obtienes un puesto en el Consejo de Supervisión. Si no se hace dentro de los primeros tres o cuatro meses, funcionará en la próxima AGA. Dentro de un año, tal vez 18 meses, siempre entras al Consejo.

MOI: *¿Cuál dirías que es el aspecto menos apreciado o incomprendido de conseguir influencia o conseguir el control en Alemania o en los países nórdicos?*

Schuhbauer: En realidad es el hecho de que de verdad no puedes hacerlo. Especialmente si hablas con inversores estadounidenses, ellos conocen las luchas por la delegación de voto de los accionistas. Es un concepto que también podrías hacer en Alemania, pero es un concepto innecesario porque hay mejores formas de superarlo. En cierto sentido, podría decirse que se subestimó lo “fácil” que es llegar a ello, y luego creo que lo que es extraño para todos los que están fuera de Alemania es el concepto de codeterminación: que debes trabajar con los sindicatos en un Consejo de Supervisión; es un concepto extraño para la mayoría de las personas. Es algo que básicamente necesitas aprender cómo manejarlo. A veces, inclusive puedes buscar una solución donde puedas darle la vuelta y convertirla en tu ventaja, pero muchas veces tampoco es porque no estás hablando con personas que piensan de manera muy diferente.

MOI: *Si retrocedemos un poco, tengo curiosidad por saber qué le dirías a las personas que dicen: «Bueno, si estás invirtiendo en Alemania, en los países nórdicos, como inversor en valor, ¿qué hay sobre esta estrategia versus otras estrategias? Hay tantos negocios maravillosos en Alemania que son líderes mundiales con un excelente equipo gestor, donde puedes invertir junto a ellos. No tienes que pasar por ningún problema». Ayúdanos a comprender la oportunidad que existe para que alguien aplique este tipo de habilidades en lugar de ser discreto, en busca de creadoras de valor maravillosas en lugares como Alemania y los países nórdicos donde hay, de hecho, muchas.*

Schuhbauer: Totalmente. De hecho, también me gusta invertir en ellos. Si piensas en la forma en la que invertimos, no es súper escalable. Lo que estamos diciendo es que un socio puede tener una, dos, tres inversiones existentes. Si se trata de casos de reestructuración (como acabo de describir en Kontron), básicamente se trata de un trabajo a tiempo completo para gestionar esa inversión. Si tienes otro caso parecido, aún puedes gestionarlo. Agrega un tercero y se está poniendo difícil, así que en realidad también queremos esas creadoras de valor. Las queremos al precio correcto, por supuesto, como todos los demás, pero incluso allí me gustaría formar parte de un Consejo de Supervisión. No porque quiera cambiar mucho, sino porque quiero estar en una posición de que, si algo va mal, lo sabré primero y luego seré capaz de evitarlo. Creo que eso es importante. Me encantan los casos en los que tienes al equipo gestor adecuado, hacen las cosas bien, es una creadora de valor infravalorada. Es fantástico. Desafortunadamente, en este momento no hay muchos de estos, independientemente de donde mires. En los momentos adecuados para el precio adecuado, sí, pero nuevamente, incluso entonces quiero tener algún tipo de influencia.

Es solo mi forma de ver la gestión de riesgos. Al final del día, en una estrategia *long-only*,

que es la nuestra, no estamos haciendo cortos, aunque encontremos empresas infravaloradas; pero no se ajusta a nuestro concepto de inversión: es solamente importante crear protección a la baja. Creamos una protección a la baja mediante el diseño de planes de aumento de valor, por lo que, si aumentas las ganancias de una empresa, eso es algún tipo de protección a la caída. Si duplicas el beneficio, el mercado cae (el mercado ahora se define como múltiplos de ganancias). Digamos que tienes doble ganancia, los múltiplos bajan a la mitad. No estás perdiendo dinero, al menos en teoría. Si pierdes dinero, claramente es menos y las ganancias hubieran sido las mismas. Obviamente, eso también te da ventaja, pero en este caso, estás hablando de protección a la baja. Ser parte del Consejo de Supervisión solo te abre los ojos más pronto a las cosas que no van en la dirección correcta. Puedes dirigirte contra ellos y yo diría que esa es la clave de nuestra gestión de riesgos.

MOI: *¿Cuál es el mayor error que cometen los inversores activistas en Alemania?*

Schuhbauer: Eso es muy fácil: no acercarse de manera correcta a las compañías, ya que se acercan de manera hostil. Básicamente, hacer lo que hacen en los EE.UU. o el Reino Unido, y eso no significa que en un caso específico no sea exitoso. Deutsche Boerse fue un gran éxito para TCI, pero desde entonces no los has visto en Alemania porque su reputación está quemada. Creo que ese es el mayor error que puedes cometer: quemar tu reputación, lo que significa que ya no tienes más el acceso adecuado a las empresas. Además, es posible que ni siquiera encuentres expertos de la industria que quieran seguir trabajando contigo. Si piensas en la percepción alemana de los fondos de cobertura y del capital privado, es muy hostil. Difícilmente puedes dirigir un fondo de cobertura en Alemania y eso es lo que quieren los políticos.

Si piensas en las personas menos queridas, en la mayoría de los países son en su mayoría abogados o banqueros de inversión. Yo diría que en Alemania son los gestores de fondos de cobertura y de fondos de capital privado, inclusive son peores que los banqueros de inversión y que los abogados. Esto te dice mucho sobre cómo se mira esto en Alemania. Suecia es un poco diferente: están más abiertos al activismo. Evidentemente, el grupo más grande de activismo proviene de Suecia, Cevian Capital. Son muy exitosos y toda la cultura de los accionistas en Suecia está mucho más desarrollada que en Alemania.

MOI: *¿Por qué crees que ese es el caso? Si nos fijamos en la estrategia de Cevian, ¿cuál es la razón por la que han tenido tanto éxito y continúan realizando inversiones, mientras que TCI fue, de alguna manera, exitosa, pero luego no continuó teniendo éxito?*

Schuhbauer: Creo que el enfoque es diferente en Cevian. Mis dos socios en Triton vinieron de Cevian, por lo que su criterio es mucho más parecido al nuestro. Están buscando mejorar empresas, están buscando asignar capital de la manera adecuada y no están gritando en la prensa. Están tratando de hacer eso a puertas cerradas. Eso, para nuestra región, es el enfoque adecuado. Ahora, si no me equivoco, tienen unos diez mil millones en activos bajo gestión, lo que obviamente limita su oportunidad de invertir en *Small* o *Mid Caps*, lo cual es genial para mí.

MOI: *No hemos hablado sobre la estructura, pero creo que es importante en el contexto del que acabas de hablar. Con esa visión a largo plazo y la capacidad de hacer lo que te propusiste a hacer, ¿cuáles son tus pensamientos sobre la estructura adecuada? Ayúdanos a entender ese aspecto.*

Schuhbauer: Sí, capital eterno, capital perpetuo. Obviamente, eso no es lo que le gusta a la mayoría de los inversores, pero creo que un punto es clave en esta estrategia: no puedes

convertirte en un vendedor angustiado. También debes asegurarte de que nunca seas un vendedor angustiado para proteger a tus inversores inteligentes, lo que significa que necesitas bloqueos. La mayoría de los casos de inversión se pueden llevar a cabo dentro de tres a cinco años. A veces pueden llevar más tiempo, tal vez solo deseas mantener en tu cartera a una empresa porque está haciendo las cosas bien, se está capitalizando. No ser un vendedor angustiado, tener bloqueos es absolutamente necesario para ese tipo de estrategia a largo plazo y, de lo contrario, no se puede pensar a largo plazo.

MOI: *Es interesante en ese contexto que en Europa uno ve muchos vehículos de inversión familiares, especialmente en Suecia, que hacen, en esencia, lo que los inversores activistas hacen en los EE.UU. No está en el ámbito de las estructuras de fondos de cobertura, pero realmente está dentro de como **Industrivärden** [Suecia: INDU-A] o alguno de estos empresarios industriales a través de Europa.*

Schuhbauer: Eso es bastante capital permanente. Esa es la estructura perfecta para esto y, si no tienes este capital permanente, entonces se trata de si deseas ser una estructura de capital privado [PE] o una estructura de fondos de cobertura. Intuitivamente, podrías pensar en capital privado. Por otro lado, tienes, vamos a llamarle, un periodo de inversión de tres a cinco años. Una vez hecho esto, tienes un periodo de devengo, lo que significa que constantemente necesitas recaudar fondos cada tres o cinco años. Ese podría ser el momento adecuado para recaudar fondos o no, eso no lo sabes. Es posible que desees estar a todo ritmo cuando inviertes, pero no puedes porque el periodo de inversión se ha ido. Esa es una clara desventaja de esa estructura, aunque en teoría tiene un bloqueo de diez años. Personalmente creo que, si no tienes capital permanente, la estructura de los fondos de cobertura es la mejor opción porque no tienes de por vida un fondo. Está sucediendo y puedes recaudar fondos cuando quieras recaudarlos, cuando piensas que es el momento adecuado para hacerlo y puedes invertir cuando piensas que es el mejor momento para invertir. Eso también es más probable de por qué Cevian cambió. Comenzaron en una estructura de capital privado y ahora están en una estructura de fondos de cobertura.

MOI: *¿Cuáles son algunos de los casos clave que se deben considerar para que cualquier persona interesada entienda realmente los problemas? Mencionaste el caso de Kontron, que es útil, pero en términos más generales, cuando observas todos los tipos de activistas de toda Europa, ¿cuáles son quizás algunos casos excelentes para estudiar que realmente muestran una buena forma de influenciar y controlar situaciones infravaloradas frente a alguno de los casos que preferirías evitar?*

Schuhbauer: Lindex es un magnífico ejemplo a considerar, un minorista de moda sueco; para hacerlo más emocionante, un minorista de lencería. Es parte de su negocio. Es un caso muy exitoso hecho por Cevian. Creo que hicieron todas las cosas adecuadas. Otro caso para fijarse en Alemania es Augusta. Un caso a considerar que no fue tan bien, tal vez si te fijas en Suiza y te fijas en **Implenia** [Suiza: IMPN] de Laxey Partners, eso no funcionó del todo. Básicamente fueron bloqueados por inversores suizos para ejecutar su plan.

MOI: *Todos estarán familiarizados con el caso de Deutsche Borse. Sabiendo lo que sabes y la experiencia que has tenido en el terreno, ¿cómo ves ese caso? ¿cuál fue, para ti, la lección aprendida?*

Schuhbauer: Este fue un caso claramente muy exitoso para los inversores del caso. Sin embargo, creo que la gran lección aprendida es que, si te comportas así en el país de Alemania, no tendrás un modelo de negocio sostenible. Esa es la clara lección aprendida de eso. Podrían haber logrado muchas cosas haciendo mucho menos ruido. Decidieron ir por esa

ruta. Para ellos, fue una inversión extremadamente exitosa, así que en papel no hubo nada malo, pero nuevamente, no han hecho desde entonces ningún otro caso en Alemania y claramente hubo otras oportunidades, inclusive mejores, desde entonces en Alemania.

MOI: *Florian, muchas gracias por ayudarnos a entender mejor las complejidades de invertir en Alemania y en toda Europa con una mentalidad activa.*

* * *

NOTA DEL EDITOR: *Esta entrevista fue realizada en 2014.*