

## LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS: A PROPÓSITO DE LA PROLIFERACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

**Alberto Rebaza Torres\* \*\***  
**Ex miembro del Consejo Directivo de THEMIS**

*¿Qué es y qué tipos de fondo de inversión existen? ¿Cómo participa un fondo de inversión en una empresa, y cómo llega a tener control en ella? ¿Cuál es la importancia de los convenios de accionistas en estas negociaciones? ¿Cómo los convenios de accionistas logran la dinámica de la empresa al momento de la toma de decisiones?*

*En el presente artículo, el autor nos explica sobre la formas de participación de un fondo de inversión en una empresa. De esta manera, contestando las preguntas arriba esbozadas, entre otras, nos revela de forma clara y ejemplificada el funcionamiento de los fondos de inversión, así como la función de otros instrumentos vinculados a éstos.*

\* Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master por University of Virginia School of Law. Socio fundador del Estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas, Abogados Financieros.

\*\* Artículo elaborado con la colaboración de Erik Lind. Abogado por la Universidad de Lima. Asociado del Estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas, Abogados Financieros.

## I. INTRODUCCIÓN

Si bien no es tan reciente, el desarrollo de los fondos de inversión es, el día de hoy, particularmente sorprendente por el inmenso volumen de dinero que administran, por el gran nivel de especialización que poseen con respecto al tipo de inversiones que persiguen y por la agresividad con la que buscan oportunidades que puedan redituar en ganancias para sus inversionistas.

Comencemos por lo obvio, que es definir a un fondo de inversión como una administración centralizada de aportes dinerarios efectuados por inversionistas que buscan colocar sus excedentes, a efectos que un administrador los invierta en negocios que puedan generar utilidades, y luego una ganancia de capital al vender los valores adquiridos.

El fondo de inversión puede levantar fondos de manera pública o privada. En caso la convocatoria a invertir en el fondo sea pública, el fondo se encontrará regulado y la estructura será la de un

fideicomiso o *trust*, dependiendo de la legislación aplicable<sup>1</sup>. En caso sea privada, la estructura suele ser la de una sociedad o *partnership*, en donde al inversionista le corresponderán acciones o participaciones.

Más allá de esta definición, existe una multiplicidad de fondos: los fondos mutuos<sup>2</sup>, los fondos de pensiones<sup>3</sup>, los fondos de inversión (KKR y Blackstone; en el Perú, SEAF y AC Capitales), los *private equity funds*<sup>4</sup> (JC Flowers & Co, Friedman, Terra Firma y Fleischer & Lowe), los *hedge funds*<sup>5</sup> (Bridgewater Associates, D.E. Shaw y Goldman Sachs), *venture capital funds*<sup>6</sup> (Citi Venture Capital e IIG), *mezzanine funds*<sup>7</sup> (Darby), los *angel funds*<sup>8</sup> (Mid Atlantic Angel Fund Group-MAG), etcétera.

Sin embargo, el *boom* reciente de los fondos de inversión no se debe a lo novedoso de su idea, sino al hecho de que el crecimiento económico mundial ha generado un nivel de excedentes tal, que han sido fácilmente canalizados a opciones de inversión, más allá de los que corresponden a renta fija (como certificados de depósito, bonos

<sup>1</sup> En el Perú, los fondos de inversión se encuentran regulados por el Decreto Legislativo 862 –Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras–, sus modificatorias y su Reglamento (Resolución 042-2003-EF/94.10). Asimismo, los fondos de inversión pueden ser de diverso tipo, según se señala a continuación:

- (i) Semilla (*seed*), que consiste en el aporte de recursos por parte del fondo a una unidad productora de bienes y/o servicios al inicio de sus actividades (destinados usualmente a bienes de capital, estudios de factibilidad, entre otros).
- (ii) Puesta en marcha (*set-up*), referida al aporte destinado al inicio de la producción y de la distribución propiamente dichos.
- (iii) Expansión, cuyos aportes se destinan a incrementar la delimitación geográfica del mercado en el cual la sociedad se desempeña para diversificar los bienes y/o servicios que ofrece en el mismo.
- (iv) Últimas fases, compuestos de dos sub-tipos:
  - a. Adquisición con apalancamiento (*leveraged/management buy out* y *management buy in*): en este caso, el aporte de recursos se realiza para la adquisición de una sociedad, en la cual, el precio a pagar se obtiene principalmente de deuda, garantizada usualmente con activos de la sociedad adquirida.
  - b. Capital de sustitución (*replacement*): el inversor del capital de riesgo entra en el capital de una empresa para ocupar el lugar de un grupo de accionistas, por lo que no supone una entrada de nuevos recursos en la empresa. En este caso, el papel del inversor financiero será sustituir a un grupo de accionistas, con la finalidad de suprimir la existencia de conflictos de interés entre accionistas y volver más eficiente la estructura corporativa de la sociedad.

<sup>2</sup> El fondo mutuo es una entidad legal que recolecta dinero de manera usualmente pública a efectos de invertirlo en acciones, bonos, instrumentos de corto plazo y otro tipo de valores. En la distribución de sus inversiones se encontrará las particularidades de un fondo mutuo frente a otro. Por el hecho de recolectar dinero públicamente, se encuentra usualmente regulado. En el Perú, los fondos mutuos se encuentran regulados por el Decreto Supremo 093-2002-EF –Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores–, y sus normas conexas.

<sup>3</sup> El fondo de pensiones es un particular tipo de fondo mutuo en el que se recolecta fondos de los trabajadores que aportan parte de su remuneración para formar su fondo de jubilación. En el Perú, los fondos de pensiones se encuentran regulados principalmente por el Decreto Supremo 054-97-EF –Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones–, y su Reglamento (Decreto Supremo 004-98-EF), así como en diversas normas conexas que conjuntamente conforman el denominado Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Fondos de Pensiones.

<sup>4</sup> Los *Private equity funds* son usualmente vehículos (sociedades) que levantan fondos de manera privada. Si bien inicialmente se dirigían a empresas que no listaban sus acciones en mercados de valores, posteriormente se han dirigido indistintamente a todo tipo de empresas, habiendo llevado incluso a muchas empresas a despistarse para reestructurarlas sin la presión que significa la regulación aplicable a las empresas listadas.

<sup>5</sup> Los *hedge funds* son vehículos de inversión que usan técnicas altamente sofisticadas de inversión de alto riesgo, tales como apalancamiento vía deuda, operaciones de corto plazo y toma de opciones. Usualmente, a diferencia de los fondos mutuos y de pensiones, no suelen estar regulados.

<sup>6</sup> Los *venture capital fund* son un tipo de *private equity fund* que persiguen oportunidad de mayor retorno y por ende de mayor riesgo. Suelen tener una relación con empresas o profesionales vinculados a empresas que garantizan un mayor profesionalismo en sus operaciones.

<sup>7</sup> Los *mezzanine funds* ofrecen usualmente créditos subordinados a empresas de gran potencial que por diversas razones no tienen capacidad de obtener préstamos del sistema financiero.

<sup>8</sup> Los *angel funds* son los fondos que invierten en la etapa verdaderamente preliminar de un proyecto. Particularmente son activos en negocios de tecnología y biotecnología en donde aportan el dinero necesario para los estudios o trabajos que efectúan jóvenes ingenieros o científicos.

de deuda, o bonos soberanos) o inversiones en propiedades inmobiliarias o incluso en oro, como sucedió a finales de los noventa, cuando se produjo la crisis de las empresas de Internet. Hoy, estos fondos invierten en acciones de empresas en todas las partes del mundo<sup>9</sup>. Incluso, el día de hoy, los propios fondos de inversión han sido capaces de conseguir financiamiento para conseguir aún más dinero para continuar con sus procesos de compra de empresas.

Existen fondos de inversión absolutamente diversificados y otros altamente especializados, algunos buscan mercados emergentes, y algunos específicamente China o India. Hay fondos de inversión especializados en energía (Ashmore Energy), en minería (San Lucas Ltd.) o en pesca.

Asimismo, existen fondos de inversión en valores de renta variable o en renta fija, fondos de inversión de 20 a 50 millones de dólares que efectúan inversiones individuales de 500,000 dólares o fondos de inversión de 2,000 a 30,000 millones de dólares que adquieren empresas por varios billones dólares.

Hay fondos regulados y otros que no lo están; fondos de corto plazo que persiguen el mejoramiento de la empresa en la que invierten para poderlas vender en el más corto plazo y fondos de largo plazo que no tienen inconveniente en acompañar por muchos años a las empresas en las que invierten.

Al momento de escribir este artículo tenemos en el Perú fondos de inversión activos como IIG (International Investment Group), que ha invertido en empresas industriales; Citi Venture Capital, que cuenta con una participación importante en una gran empresa del sector pesquero; SEAF, un fondo de inversión que fue lanzado públicamente y que cuenta entre sus inversionistas a varias AFP, y el Fondo de Inversión en Infraestructura y Servicios Públicos y Recursos Naturales, administrado por AC Capitales, una sociedad administradora de fondos de inversión vinculada al Grupo Apoyo.

Más allá de lo interesante que resulta el fenómeno económico vinculado a los fondos de inversión, el presente artículo apunta a desarrollar los aspectos más relevantes de una negociación conducente a la participación de un fondo de

inversiones en una empresa local, sea a través de la compra de un paquete de acciones o de un aporte de capital.

Resulta importante esclarecer que, muchas veces, la participación de los fondos se traduce en posiciones minoritarias, pero siempre sobre la premisa de obtener cierto tipo de control sobre la empresa en la que invierten. Por ello, analizaremos dos contratos indispensables para estos propósitos: el contrato de compra de acciones o de aporte –según sea el caso–, y el convenio de accionistas.

## II. LA NEGOCIACIÓN DE LA COMPRA DE ACCIONES O DEL APORTE DE CAPITAL

Sea a través de aportes de capital o de compra de acciones, lo que un fondo de inversión persigue es un grado de control en la empresa en la cual invierte que le permita, en la medida de lo posible, cautelar su buena conducción.

La elección entre aportes de capital o compra de acciones se debe más a los requerimientos de la sociedad objetivo que a los intereses propios del fondo de inversión.

En caso que la empresa en la cual el fondo de inversión desea participar requiera de capital para (i) continuar un crecimiento programado, (ii) cubrir el capital de trabajo que necesita, o (iii) reestructurar su endeudamiento; lo más probable es que la inversión del fondo se materialice en un aporte de capital.

Evidentemente, como resultado del aporte, el fondo de inversión obtendrá el número o porcentaje de acciones preacordado. Así las cosas, se negociará un contrato de aporte de capital entre el fondo de inversión y la propia empresa en que se establecerá, entre otros: el monto del aporte, el número de acciones o porcentaje del capital social que se obtiene a cambio de dicho aporte, los términos y condiciones, las premisas legales, financieras y contables sobre las que se efectúa el aporte, y eventuales variaciones al número de acciones emitidas como consecuencia de ajustes posteriores a la valorización de la empresa.

Sin embargo, de ser la empresa rentable y autosuficiente desde un punto de vista financiero,

<sup>9</sup> Según Thomas Financial, en el 2006 se efectuaron compras de empresas por 435,000 millones de dólares. Se estima que el 2007 sean por 700,000 millones de dólares, mientras que en el *super boom* de 1988 se adquirieron empresas por “apenas” 99,000 millones de dólares.

es usual que la participación del fondo de inversión se materialice a través de la compra de acciones.

Dado que el principio fundamental es que el fondo invierte un monto determinado a cambio de un porcentaje establecido de una empresa con ciertos activos, pasivos y resultados; los contratos de aporte de capital (contratos de aporte) y los contratos de compra de acciones (contratos de compra de acciones) no se diferenciarán mayormente en lo sustantivo. La estructura principal de ambos contratos suele ser la misma y, por lo tanto, el contrato de compra de acciones también tendrá cláusulas sobre el precio a pagar, las premisas legales, financieras y contables sobre las cuales se efectúa la operación, y eventuales variaciones al precio definitivo.

Sin perjuicio de lo dicho, al referirnos a procesos que desde una perspectiva legal pueden ser parecidos pero que en el ámbito de los negocios son muy distintos, debemos esperar lo inesperado. Esto es, que los términos y condiciones sean distintos entre una operación y otra, que los tiempos y los pasos a seguir no sean los mismos, que las premisas varíen, y los aspectos legales tengan que variar en consecuencia. ¿O es acaso lo mismo comprar una empresa en quiebra con la intención de reestructurarla que adquirir una empresa boyante con proyección internacional? ¿O es lo mismo comprar una empresa financiera cercanamente supervisada por la autoridad correspondiente<sup>10</sup> que una dedicada al sector manufacturero? Por lo tanto, no es inusual que las condiciones sobre las que se efectúa este tipo de transacciones sean muy diferentes entre sí.

En términos generales, los elementos principales de los contratos en los que se materializa la participación de los fondos de inversión son los siguientes:

### **2.1. Establecimiento del monto de la inversión y del número de acciones a entregarse en contraprestación**

Sea en un aporte o en una compra de acciones, al fondo de inversión y a cualquier comprador en

general le interesa, en primer lugar, la adquisición de un porcentaje determinado de inversiones a cambio del desembolso que realiza. Evidentemente, para los accionistas de la empresa sí hay gran diferencia entre una opción y la otra, puesto que en la compra de acciones ellos reciben dinero; mientras que en el aporte, el dinero va a la empresa para el desarrollo de sus operaciones.

El monto de la inversión puede ser fijado desde un principio o puede ser determinable en el tiempo. Por supuesto, en estos casos, el monto que tendrá que invertir el fondo será determinado en función al valor de empresa, y es aquí en donde las partes se pueden poner de acuerdo en diversas metodologías para calcular el valor de ésta: valor patrimonial, flujo de caja descontado<sup>11</sup>, el EBITDA<sup>12</sup> multiplicado por un múltiplo preacordado, etcétera.

Así, tomando como referencia el valor establecido de una empresa de acuerdo a una metodología acordada, corresponderá que el fondo de inversión desembolse la parte proporcional que se requiera para llegar al porcentaje previamente convenido.

En adición al monto mismo del aporte o del precio, es particularmente relevante el acuerdo sobre la(s) oportunidad(es) en que aquel(los) desembolso(s) se efectúe(n); y en el caso del aporte, es también objeto de precisión el destino al que se comprometen los fondos recientemente aportados.

### **2.2. Las declaraciones y garantías de los vendedores**

A diferencia de la compra de un activo, en donde la valorización es fundamentalmente una tasación a la que puede agregársele variables referidas al valor en el mercado de activos similares, en la valorización de empresas debe prestarse atención a aspectos intangibles de la empresa. Esto es, a los activos financieros y pasivos de ésta, pues de ellos dependerá en gran parte el valor de la misma.

Es en este contexto que las declaraciones y garantías sobre los activos y pasivos de la empresa cobran gran importancia para el inversionista. Las

<sup>10</sup> En el Perú, la Superintendencia de Banca y Seguros, (en adelante, "SBS").

<sup>11</sup> El flujo de caja descontado o flujo de efectivo descontado es el procedimiento consistente en determinar la diferencia entre: (i) el valor presente de los flujos futuros de una inversión previamente estimados y (ii) el costo de dicha inversión, para obtener así el valor presente neto (en adelante, "VPN") de la inversión. (ROSS, Stephen y otros. "Fundamentos de Finanzas Corporativas". México Distrito Federal: McGraw-Hill. 2001. p. 268).

<sup>12</sup> EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*), "(...) (es) un indicador que mide el beneficio que generan las operaciones independientemente de la forma como fueron financiadas (ajustando los intereses), de la tasa del impuesto a la renta, de la manera como los activos fijos se deprecian y de la amortización de los intangibles (...)". (FORSYTH, Juan Alberto. "Finanzas Empresariales, Rentabilidad y Valor". Lima: 2004. p. 48).

declaraciones y garantías no son otra cosa que las seguridades que ofrece el vendedor o la empresa –dependiendo de si se trata de un contrato de compra de acciones o de un contrato de aporte– con respecto a que los activos no son menores a los reflejados en los balances de la empresa y que los pasivos no son mayores a los también indicados en dichos balances. Evidentemente, si parte de la valorización también ha implicado aspectos financieros de la empresa como su EBITDA, es posible que tales declaraciones y garantías también puedan abarcar aspectos del estado de ganancias y pérdidas de la empresa. Por eso, hemos señalado en varias oportunidades que cuando se compra una empresa se está en realidad comprando sus estados financieros y, por tanto, el precio apropiado para la empresa, más allá de la valorización subjetiva que haga el fondo de inversión, dependerá en buena medida de cada una de las cuentas del activo y del pasivo del balance y, de ser el caso, también de su estado de ganancias y pérdidas.

Las declaraciones y garantías pueden detallarse y redactarse de manera altamente precisa con respecto a, entre otros: (i) la propiedad de activos fijos (“La sociedad es propietaria de..., los que se encuentran libres de cargas y gravámenes, salvo...”); (ii) los contratos celebrados por la sociedad (“La sociedad ha celebrado los siguiente contratos..., los mismos que ha cumplido y viene cumpliendo sin que existan reclamos al respecto, salvo...”); (iii) los aspectos administrativos que deben ser cumplidos por la sociedad (“La sociedad cuenta con todas las licencias y autorizaciones necesarias para la conducción de sus negocios, salvo...”); (iv) la propiedad intelectual sobre marcas, lemas comerciales, nombres comerciales y patentes (“La sociedad es titular de las siguientes marcas y lemas comerciales...”); (v) el cumplimiento de las normas laborales aplicables (“La sociedad no adeuda a sus trabajadores..., salvo...”); (vi) el cumplimiento de las normas tributarias aplicables (“La sociedad ha cumplido con todas sus obligaciones tributarias, salvo...”), etcétera.

Estas declaraciones, en algunos casos, llegan a detalles absolutamente exhaustivos, de forma que recogen todo el ámbito de obligaciones y derechos de la sociedad, pero no solamente en lo referente a sus activos y pasivos, sino también con respecto a otros aspectos que puedan influir en el precio como, por ejemplo, la utilidad operativa de la empresa, el número de sucursales que posee, la desconcentración de los ingresos por líneas de negocio o clientes que posee, etcétera.

Evidentemente, la existencia, la extensión y los alcances de estas declaraciones y garantías dependerán de las circunstancias especiales de cada negociación y del apetito por realizar la inversión. Suele suceder que a más apetito o interés, habrá mayor disposición del adquirente a aceptar una menor extensión o rigor en las declaraciones y garantías; y viceversa, a mayor necesidad de vender o de recibir un aporte, se incrementará el poder de negociación del fondo de inversión.

Tampoco debe dejar de mencionarse que estas declaraciones y garantías son incluidas en los contratos, inclusive en aquellos casos en que se haya realizado previamente un *due diligence* de la empresa en cuestión. Ello se debe a que incluso el más profundo de los *due diligence* difícilmente habrá de igualar la asimetría de información con respecto a la empresa que existe entre vendedor y comprador, o entre el aportante y la sociedad. Sin perjuicio de lo anterior, conviene señalar que más allá de las particulares características de una transacción, está en el mejor interés del vendedor proporcionar al comprador la mayor cantidad de seguridades, dado que generalmente un nivel mayor de riesgo genera una menor oferta. Por el contrario, una menor inseguridad inclina al inversionista a ofrecer un mejor precio por la empresa.

### 2.3. Incumplimiento de declaraciones, daño e indemnización

Una de las funciones del contrato de aporte o de compra de acciones es formalizar los acuerdos entre las partes, en este caso, entre el fondo de inversión y la empresa o accionistas, según corresponda.

Otra función es prever las consecuencias que la compañía en donde se efectúe la inversión difiera de aquella que fue asumida por el fondo de inversión o inversionista en general, de conformidad con lo indicado en el contrato respectivo. Esto quiere decir que una o más declaraciones de la compañía o de los accionistas de ésta respecto de la situación legal, contable o financiera de la sociedad sean inexactas. En este segundo contexto es que debemos distinguir entre que una declaración sea efectivamente incorrecta y el hecho de que se haya generado la obligación de indemnización.

Para que una obligación de indemnización sea exigible es necesario que, en primer lugar, haya daño, y que dicho daño se produzca con ocasión

de que una declaración efectuada por el vendedor/ accionista (en caso se trate del contrato de compra de acciones) o por la empresa (en caso se trate del contrato de aporte) haya sido falsa o devenga en falsa. Por ejemplo, que se haya declarado que la compañía no tenía procesos judiciales iniciados contra ella como demandada y que sí los tenga; o que se haya declarado que no había amenaza de inicio de procedimientos judiciales contra ella y que se haya presentado una demanda por parte de un proveedor que, desde meses antes del ingreso del fondo de inversión, venía reclamando por el incumplimiento de un contrato determinado.

Sin embargo, el hecho que exista una declaración falsa o que haya devenido en falsa no genera por sí solo la obligación de indemnizar, a menos que haya daño para la empresa. Es decir, que esos juicios a los que hemos hecho mención se pierdan y la sentencia adversa se ejecute; o, por ejemplo, que una obligación laboral no revelada al inversionista haya tenido que ser pagada por la sociedad, o que una deuda no registrada en los balances haya tenido que ser cancelada por la sociedad, o que una maquinaria indicada en el inventario nunca apareciera, o que una marca sea reclamada exitosamente por una tercera parte.

En estos casos, además de la declaración inexacta, es claro que ha ocurrido un daño en perjuicio de la empresa, lo que en términos económicos significa que la empresa vale menos. Ante este hecho, y de no corregirse tal situación, el inversionista habría sobrepagado o "sobreaportado". Por lo tanto, corresponde la indemnización que puede materializarse de diversas maneras según sea el caso: una reducción del precio, una devolución de parte del aporte, un aporte extraordinario por parte de los accionistas incumplidores a la sociedad para compensarla por el daño causado, entrega de mayor número de acciones a favor del inversionista, etcétera.

### III. CONVENIO DE ACCIONISTAS

Si bien el contrato de aporte o de compra de acciones es importante, consideramos que el convenio de accionistas es doblemente importante en casos como los del ingreso de un fondo de inversión en los que los accionistas originales mantienen un porcentaje en la sociedad.

Esto es así dado que el convenio de accionistas no sólo regula situaciones del presente inmediato, sino también en el mediano y largo plazo, haciéndolo ciertamente más complejo.

Por otra parte, siendo un contrato que se negocia entre contrapartes que serán en definitiva socios, requiere una altísima dosis de esfuerzo para satisfacer los intereses de las partes en un proceso que debe ser de por sí lo más constructivo posible, a efectos de no enturbiar una relación societaria que recién se está iniciando.

En este contexto, los convenios entre accionistas han surgido como una forma de garantizar básicamente dos aspectos centrales: (i) la adopción de decisiones al interior de la sociedad (es decir, el nivel de control parcial o total que tendrá el fondo de inversión en la sociedad en la que invierte), y (ii) el otorgamiento de liquidez a las acciones adquiridas, las mismas que, sobre todo en las empresas no listadas en bolsa, pueden ser de difícil venta a terceros.

A través de los convenios de accionistas, puede llevarse a cabo virtualmente cualquier acuerdo, siempre que éste no vulnere los derechos de los demás accionistas o el estatuto de la sociedad. Como señala Enrique Elías Laroza:

"(...) puede tratarse de pactos de limitación del derecho a transferir acciones, de formas obligatorias en que una mayoría se compromete a administrar y dirigir la sociedad, de sindicatos de voto o de bloqueo, de formas en que se realizarán futuros aumentos de capital, de las condiciones de futuros aportes, del ingreso de nuevos socios, de la forma en que un grupo de socios no sufra dilución de su porcentaje en el capital de futuros aportes (...) y otros muchos"<sup>13</sup>.

En efecto, el artículo 8 de la Ley General de Sociedades (en adelante, "LGS") establece que son válidos ante la sociedad y le son exigibles en todo cuanto le concierna, los convenios entre socios o entre éstos y terceros.

En el marco de la libertad contractual admitida por las normas indicadas en párrafos anteriores, los convenios de accionistas en el Perú incluyen en la actualidad diversos acuerdos, los mismos que pasaremos a describir a continuación.

### 3.1. Administración de la sociedad

El principio de protección a los accionistas minoritarios ha sido recogido por la LGS en una serie de normas referidas al quórum y mayorías necesarias para la junta general de accionistas.

Los artículos 125, 126 y 127 de la LGS señalan lo siguiente:

“Artículo 125.- Salvo lo previsto en el artículo siguiente, la junta general queda válidamente constituida en primera convocatoria cuando se encuentre representado, cuando menos, el cincuenta por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.

En segunda convocatoria, será suficiente la concurrencia de cualquier número de acciones suscritas con derecho a voto.

(...)

Artículo 126.- Para que la junta general adopte válidamente acuerdos relacionados con los asuntos mencionados en los incisos 2, 3, 4, 5 y 7 del artículo 115<sup>14</sup>, es necesaria en primera convocatoria, cuando menos, la concurrencia de dos tercios de las acciones suscritas con derecho a voto.

En segunda convocatoria basta la concurrencia de al menos tres quintas partes de las suscritas con derecho a voto.

(...)

Artículo 127.- Los acuerdos se adoptan con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la Junta. Cuando se trata de los asuntos mencionados en el artículo precedente, se requiere que el acuerdo se adopte por un número de acciones que represente, cuando menos, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.

El estatuto puede establecer quórum y mayorías superiores a los señalados en este artículo y en los artículos 125 y 126, pero nunca inferiores”.

Como se puede apreciar, si bien para la toma de decisiones importantes se requiere no menos del 50% más una acción de las acciones representadas en la Junta o suscritas dependiendo del caso –lo que significa el dominio absoluto de aquél que posee la mayoría del capital de una sociedad– las normas sobre quórum otorgan una protección al accionista minoritario que posee el 40% más una de las acciones.

En efecto, si un accionista minoritario cuenta por lo menos con 40% más una acción, podrá impedir la toma de un acuerdo con el que discrepa referido a los asuntos señalados en el artículo 126 de la LGS. La manera de impedirlo es simplemente ausentándose en la instalación de la junta de accionistas que va a tratar uno de los asuntos que requiere un mínimo de acciones presentes, en este caso tres quintas partes, lo que equivale al 60% de las acciones suscritas. Al contar con 40% más una acción, el accionista minoritario no otorgará el quórum mínimo necesario y por tanto ni siquiera el tema bajo discusión podrá ameritar una votación<sup>15</sup>.

Siguiendo esta línea ya establecida por la LGS, un convenio de accionistas y el estatuto respectivo pueden establecer quórum y mayorías más altas, con lo cual un accionista minoritario con un porcentaje menor incluso a 40% podría estar protegido con “derechos de minoritario o de minoría”; y no solamente mediante quórum más altos sino también mediante “súper mayorías” que involucren otros temas no mencionados en el artículo 115 de la LGS.

Así, por ejemplo, si un accionista tiene el 25% de acciones de una sociedad, puede contar con derechos de accionista minoritario de manera que pueda exigir que determinados temas requieran de la aprobación de no menos del 76% del capital social. Así, este requerimiento de súper mayoría

<sup>14</sup> Los acuerdos a los que se hace referencia en el citado artículo son los siguientes:

1. Modificación de estatutos;
2. Aumento o reducción de capital;
3. Emisión de obligaciones;
4. Enajenación de activos por más del 50% del capital social; y
5. Transformación, fusión, escisión, reorganización o disolución de la sociedad.

<sup>15</sup> Cabe indicar que el quórum y mayorías descritos en el presente numeral se refiere a la toma de decisiones en las sociedades anónimas y en particular en las cerradas. En el caso de sociedades anónimas abiertas, puede lograrse quórum en tercera convocatoria con cualquier número de acciones suscritas con derecho voto. Una vez instalada la junta, será suficiente la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en dicha junta para adoptar acuerdos. En el caso de las sociedades anónimas abiertas, el estatuto no podrá exigir quórum ni mayorías más altas que las indicadas.

de 76% asegurará al accionista minoritario que se necesitará de su voto para la aprobación de asuntos especialmente importantes para la conducción de la sociedad.

Una fórmula que cumple con el mismo objetivo es establecer dos clases de acciones, A y B, disponiéndose que el acuerdo sobre ciertos asuntos deben contar con el consentimiento de las dos clases de acciones. Sobre la base de esta estructura, el accionista mayoritario podrá ser el A y el minoritario el B, y será el convenio de accionistas el que regule qué asuntos requieren del consentimiento de las dos clases de acciones.

Con respecto al tipo de acuerdos que requieren de súper mayoría, la experiencia indica que, en adición a los asuntos indicados en el artículo 115 (incisos 2, 3, 4, 5 y 7) de la LGS, los futuros socios suelen discutir los siguientes:

- a) Endeudamiento por encima de determinado monto
- b) Adquisición de activos por encima de determinado monto
- c) Venta de activos importantes
- d) Política de dividendos
- e) Celebración de contratos importantes por encima de determinado monto
- f) Celebración de contratos con empresas relacionadas con los accionistas
- g) Desviación del plan de negocios en caso éste haya sido previamente acordado por las partes
- h) Nombramiento de funcionarios claves en adición al nombramiento del gerente general
- i) Disposición de activos o infraestructura relacionada con el plan de negocios pactado previamente por los accionistas
- j) Modificación del presupuesto destinado para la ejecución de un determinado proyecto
- k) Modificaciones relevantes en las prácticas contables de la sociedad, que no resulten obligatorias por imposición legal o por los principios contables generalmente aceptados

Como puede verse, la importancia de un paquete accionario ya no depende tanto del número de acciones involucradas o del porcentaje que significan frente al capital social de una empresa determinada. La importancia de un paquete accionario puede construirse sobre la base de un convenio de accionistas que otorgue derechos con independencia o, en todo caso, sin directa

dependencia del número o porcentaje de acciones que el paquete accionario significa.

### 3.2. Solución de trabas en la toma de decisiones

Las relaciones entre accionistas que poseen cada uno 50% de la sociedad puede resultar muy sencilla inicialmente, pero luego puede traer complicaciones para la toma de acuerdos. Esta situación no es extraña tampoco en la relación entre accionistas mayoritarios o minoritarios, sobre todo cuando estos últimos están protegidos bajo el régimen de súper mayorías, tal como hemos visto anteriormente.

Con la finalidad de establecer un mecanismo práctico que evite el entrapamiento en la toma de decisiones en una sociedad, los accionistas pueden convenir en diversos métodos de solución.

Uno es que, ante el entrapamiento de decisiones, se recurra a un experto o a un grupo de expertos para que se pronuncien de manera vinculante para la sociedad y sus accionistas. El experto deberá decidir de manera final e inapelable sobre los temas en los que no se ha conseguido consenso. Estos expertos participan en calidad de árbitros y su decisión tiene la naturaleza de un laudo arbitral.

Una forma peculiar que se ha utilizado en ciertos casos de relaciones societarias en donde prima la confianza es el lanzamiento de una moneda. Más allá de lo infantil que pueda resultar esta forma de resolver discrepancias, debe uno percatarse de los elementos de razonabilidad que contiene.

En efecto, en relaciones en donde prima el respeto y la confianza societaria, un socio puede discrepar del otro, pero reconocer al mismo tiempo que la posición de este otro puede ser también razonable. Las discrepancias se atenúan no sólo por el reconocimiento de que la propuesta alternativa es también razonable, sino además por el hecho de que el otro socio también está arriesgando su dinero y el futuro de la compañía (aunque no todas las decisiones sobre las que se discrepa deban tener tal importancia). Pues bien, si la discrepancia no implica que la otra propuesta sea razonable y esa es la visión de ambas partes, el tiro de moneda permite resolver la inercia y la inacción, que sí son elementos que pueden probablemente afectar a ambas simultáneamente.

Un ejemplo de la aplicación de esta cláusula sería el caso en que, ante la posibilidad de invertir alternativamente en dos proyectos, el accionista A crea conveniente realizar la inversión en el primer

proyecto, en tanto que el accionista B considere que la inversión en el segundo proyecto será más rentable. Al tener ambos una posición distinta sobre las opciones presentadas, en virtud al tiro de moneda se puede adoptar una decisión de manera rápida y sin participación de terceros como lo es en el caso de los expertos.

La tercera forma de solucionar un entrapamiento es económica, y pasa por el hecho de que uno de los accionistas discrepante deje la sociedad mediante la venta de sus acciones. La siguiente sección apunta a describir la regulación de este proceso.

### 3.3. Venta de las acciones de la sociedad

Pueden ser dos las razones las que motiven a un fondo de inversión a dar por finalizada su inversión en una sociedad determinada. Una es que considere que ha madurado suficientemente la inversión efectuada y que ha llegado el momento propicio para la venta de las acciones. Sin embargo, otra razón es que la participación del fondo haya enfrentado discrepancias con el socio local, derivando en la necesidad de vender las acciones debido a los impases existentes con respecto al manejo de la sociedad.

Sin embargo, la necesidad de vender las acciones puede enfrentar el problema de que no haya un mercado comprador para éstas, confinando al fondo de inversión a una relación societaria y a una inversión ya no deseada. Por esto, muchas veces se afirma que el establecimiento de mecanismos de venta ante controversias irreconciliables es una solución económica a problemas legales.

Es en este contexto en donde el convenio de accionistas resuelve esa eventual falta de mercado al “crear” un mercado comprador a favor del accionista discrepante o en todo caso a propiciar la venta de sus acciones o eventualmente hasta de toda la empresa, si fuese esta última la posibilidad más realista.

Las cláusulas que usualmente se discuten a efectos de crear el mercado comprador que determinadas acciones no tienen son las siguientes:

#### 3.3.1. Las opciones de venta (*put options*) y las opciones de compra (*call options*)

Los *put options* son acuerdos que establecen el derecho —en este caso la opción— de un accionista o grupo de accionistas de vender un determinado número de acciones a un precio y plazo determinados o determinables. Esta opción de venta significa por el lado de la contraparte la obligación de comprar.

En algunos casos se regula que la opción de venta puede ejercerse sólo cuando se cumplen ciertas condiciones que, para tal efecto, se pactan en el convenio de accionistas, básicamente relacionadas con la existencia de controversias irreconciliables, entendiéndose por éstas las ocasiones en donde se han planteado una o más veces asuntos que requieren la aprobación de una súper mayoría que no ha sido alcanzada.

También pueden haber casos en donde la opción de venta o *put option* puede ser ejercida de manera simplemente unilateral y sin motivo alguno. Por ejemplo, un convenio de accionistas puede establecer que el paquete de acciones del accionista A pueda ser vendido únicamente dentro del plazo de un año, contado a partir del tercer aniversario de la inversión efectuada por dicho accionista A y por el precio preestablecido de un dólar por acción.

Al igual que lo señalado en el numeral 2.1 del presente artículo, en la opción de venta o *put option*, el precio puede estar fijado previamente o establecerse sobre la aplicación de una metodología acordada. Así, se tomará como base el valor de la empresa según la referida metodología calculada en el momento de ejercitar de la opción.

Si los *put options* generan el derecho de un accionista a vender sus acciones bajo determinadas condiciones, las opciones de compra o *call options* son derechos que, en el marco de un convenio de accionistas, otorgan a uno de estos la facultad de poder comprar un determinado paquete de acciones, a un precio y en un plazo determinados o determinables. Asimismo, el ejercicio de la opción de compra o *call option* genera la obligación del otro accionista de vender sus acciones en los términos pactados. Por ejemplo, a partir de la verificación de determinadas condiciones preestablecidas, el accionista A tiene el derecho de comprar (*call option*) las acciones del accionista B, y el accionista B está obligado a vender sus acciones dentro del plazo de 6 meses contado a partir del 1 enero del 2009. El precio de compra será de 10 dólares por acción.

Las opciones de compra suelen ser otorgadas a favor del accionista mayoritario como protección frente a eventuales situaciones en las que se pueda considerar inconveniente o perjudicial la situación generada debido al ejercicio por parte del accionista minoritario de sus derechos a la súper mayoría. Sin embargo, ésta no es una regla que esté libre de excepciones, y no es extraño que un fondo de inversión que tenga una posición de accionista minoritario tenga una opción de compra a su favor.

La teoría dice que el precio de las acciones al ejercerse una opción de compra suele tener una prima frente al precio pagado en una opción de venta, y esto es porque en la opción de compra una parte decide dar por finalizada la participación de la otra en una sociedad, lo cual debe remunerarse. También abona en lo anterior, el hecho de que la opción de compra podría ejercerse en momentos en que la empresa está por ingresar a un periodo de crecimiento en el que puede alcanzar un mayor valor.

Por último, la opción de venta tiene un impacto financiero en la parte que debe comprar las acciones y, por tanto, es en principio inconveniente para el obligado a comprar, más todavía si es que tiene que conseguir el dinero en un plazo corto. A diferencia de ello, en la opción de compra, el adquirente puede prepararse para efectuar la adquisición de las acciones. Como en otros muchos casos, lo que indica la teoría no necesariamente sucede en la práctica.

### 3.3.2. *Tag along right* y *drag along right*

El *put* y el *call* son acuerdos que requieren de capacidad financiera de aquél que termina adquiriendo las acciones, sea por decisión propia mediante el *call* o por decisión de su contraparte mediante el *put*.

Debido a ello, se suelen negociar también acuerdos que permiten otorgar liquidez a las acciones sin pasar por la generación de obligaciones de pago a los otros accionistas de la sociedad.

Una de ellas es el *tag along right* o derecho de seguimiento. Este acuerdo resulta conveniente en un contexto en el cual un derecho de adquisición preferente no necesariamente protege a un accionista minoritario frente a la posible venta del paquete de acciones por parte del accionista mayoritario.

En efecto, si bien los derechos de adquisición preferente permiten a un accionista bloquear la venta de acciones por parte de otro accionista a un tercero, lo cierto es que ello funciona en la medida que quien tenga el derecho de preferencia posea los fondos necesarios para comprar las acciones ofertadas. De lo contrario, deberá abstenerse de ejercer su derecho de preferencia y presenciar la llegada de un tercero con el que no necesariamente comparte una misma visión de negocios o, más simple aun, con el que no tiene empatía societaria.

El *tag along right* genera el derecho de venta conjunta: “si tú vendes, yo también tendré derecho a vender al mismo comprador, al mismo precio y en las mismas condiciones en las que tú estás vendiendo”. El efecto es muy parecido al de una oferta pública de adquisición de acciones (en adelante, “OPA”): dar trato similar a todos los accionistas de una sociedad. También funciona a favor de un accionista mayoritario que quisiera poder vender todo su paquete de acciones si su socio, el fondo de inversión –que puede tener mejor red de contactos y de posibles adquirentes– vendiera su paquete accionarial.

Así, por ejemplo, en una sociedad cuyos accionistas A y B son propietarios del 90% y 10% del capital social, respectivamente, éstos podrían acordar que, en el caso que un tercero ofreciese adquirir la totalidad de las acciones de A, dicha transferencia sólo se podrá llevar a cabo siempre y cuando, en la misma fecha y bajo los mismos términos y condiciones, el tercero adquirente compre el paquete de acciones perteneciente al accionista B.

El *drag along right* o derecho de arrastre, por otra parte, establece el derecho de un accionista de ofrecer en venta no sólo sus propias acciones sino también las acciones del resto de accionistas. Esta cláusula es particularmente importante en los casos en que, por diversas causas (*know how* del negocio, intensa competencia en el mercado en que participa la sociedad, estructura corporativa de potenciales compradores, regulación aplicable a los posibles compradores), se considera que los potenciales compradores no estarían interesados en contar con accionistas minoritarios. De no contar con un *drag along right*, la venta de las acciones de propiedad del fondo de inversión podría truncarse.

Debe quedar claro que, a diferencia del *tag along right*, en que el accionista favorecido tiene el derecho de vender o no sus acciones, estando obligado a respetar su decisión tanto su coaccionista como el eventual tercero comprador; en el *drag along right*, el accionista sometido a él estará obligado a vender en caso el otro accionista a favor del cual se otorga este derecho así lo determinase. Evidentemente, la venta de las acciones será en los mismos términos y condiciones en que venderá el accionista que desencadena la venta. En el ejemplo citado anteriormente, el accionista B tendría la obligación –no el derecho– de transferir su paquete de acciones al mismo precio y en la misma forma pactada por el accionista A y el tercero adquirente.

Los *tag along rights* son derechos que protegen usualmente a los accionistas minoritarios de una sociedad, permitiendo que se adhieran a la venta de las acciones del grupo mayoritario, beneficiándose de un precio y condiciones que posiblemente no obtendrían en una operación separada.

Los *drag along rights*, por su parte, son derechos que benefician usualmente a los accionistas mayoritarios, permitiendo la venta de sus acciones a terceros que no tendrían interés en invertir en una sociedad que cuenta con un grupo minoritario significativo.

### 3.3.3. *Buy and sell clause* o acuerdo de “o compras o vendas”

El *buy and sell clause* (también llamado *shot gun clause*, o cláusula china) es un mecanismo usualmente utilizado para destrabar relaciones societarias en donde ya no es posible tomar acuerdos en consenso. Esta situación puede generar parálisis y deterioro de la empresa en cuestión, debido al bloque que es capaz de desarrollar un accionista minoritario protegido con súper mayorías; o puede generar también el descontento del grupo accionarial minoritario que no tiene protección de súper mayorías y que, por tanto, ve reducido significativamente su capacidad de influenciar en el destino de la sociedad.

Siendo un hecho la necesidad de dar por terminada la relación societaria, el *buy and sell* establece incentivos para determinar un precio “justo” por las acciones de la empresa. Así, se acuerda que el accionista que quiere salir de la empresa debe comunicar su decisión al otro accionista, incluyendo en dicha comunicación el precio por acción al cual estaría dispuesto a vender sus acciones o a comprar las acciones del otro. Recibida la comunicación, el otro accionista deberá decidir necesariamente si por el precio mencionado vende o compra.

El incentivo generado es claro. Si el primer accionista señala un precio por acción por encima del precio “justo o razonable” inclinará al otro accionista a vender sus acciones por ese precio. Si más bien incluye un precio “bajo” (con la expectativa de comprar a ese precio) inclinará a que el otro accionista sea quien compre aprovechándose del bajo precio establecido.

El *buy and sell* asegura que el precio sea el más equitativo para ambas partes, toda vez que el accionista A no establecerá un precio que considere demasiado alto, en la eventualidad de que –ante la decisión del accionista B– deba adquirir las acciones a ese mismo precio.

Por ejemplo, si un accionista A quisiera dar por terminada su relación societaria con el accionista B, en virtud al *buy and sell* podrá ofrecer en venta al accionista B sus acciones a un valor de 5.00 dólares por acción. Sin embargo, si el accionista B se negara a comprar las acciones del accionista A, al precio informado por este, estará obligado a venderle a ese mismo precio sus propias acciones al accionista A, quien a su vez estará obligado a adquirir las acciones del accionista B.

Como se puede ver, con una cláusula como el *buy and sell* siempre habrá una terminación de la relación societaria, habiendo de quedar un solo accionista como titular de la totalidad de las acciones. No obstante ello, debe señalarse que para iniciar la ejecución de una cláusula como ésta, el accionista A deberá contar con la capacidad financiera suficiente como para eventualmente terminar comprando el resto de acciones de la sociedad. Es decir, no debe tomarse como una opción de venta.

Asimismo, merece resaltarse que los beneficios de esta cláusula dependerán de que los accionistas posean similar capacidad financiera, puesto que de lo contrario el juego de incentivos no funcionará correctamente.

### 3.3.4. Listado de las acciones en bolsa

Una forma sencilla de propiciar la liquidez a las acciones de una sociedad es, simplemente, listándolas en la bolsa de valores. Evidentemente, el listado de una empresa genera costos regulatorios, de organización y preocupaciones con respecto a la información que deba proporcionarse al mercado. Sin embargo, es un proceso sobre el cual se puede incluso construir el crecimiento sólido de una empresa. En efecto, la emisión primaria de acciones permite realizar aumentos de capital en compañías que, al haber sido capaces de atraer inversionistas del mercado de capital, podrán mejorar su *ratio*, deuda/capital, el termómetro más importante de la salud financiera de una empresa.

## IV. CONCLUSIÓN

No existen fórmulas preestablecidas para regular las relaciones entre fondos de inversión y socios locales. Por esto, lo mejor es explorar el “menú” de opciones existente en la práctica nacional e internacional para encontrar los que puedan satisfacer los intereses propios de las partes. Más que nunca se llegará a un acuerdo si las partes son capaces de velar y responder por las preocupaciones y necesidades mutuas.