Obstáculos para los accionistas minoritarios que buscan salir de su inversión

Una de las características más atractivas de emprender es la posibilidad de construir empresas con socios. Es por eso que las dificultades legales para los socios minoritarios que desean desprenderse de inversiones privadas representan un obstáculo clave para el capital privado y particularmente para inversores individuos, incluyendo individuos de alto poder adquisitivo.

BID Invest

Un detalle poco conocido sobre 2020 y la primera mitad de 2021 es que fue un año récord de entrada y salida de capital de empresas privadas en **América Latina y el Caribe** (ALC). Esto ocurrió a pesar de los conocidos obstáculos a los que se enfrentan los accionistas minoritarios que intentan salir de sus inversiones en la región.

Con una contracción generalizada de las economías a causa del aislamiento que conllevó la pandemia, el motor que impulsó esta tendencia fue el exceso de liquidez mundial debido a que las tasas de interés se redujeron hasta alcanzar mínimos en los mercados desarrollados. La pandemia creó oportunidades de inversión atractivas, en particular, en capital de riesgo de empresas de tecnología, como podemos ver por la forma en la está madurando el sector del capital privado en ALC.

En 2020, el **sector de capital privado** de América Latina demostró su resiliencia en medio de la pandemia de Covid-19 y la disrupción económica resultante en toda la región. Los

administradores de fondos invirtieron US$16.300 millones en 653 negocios en 2020, cifra récord de acuerdo con las estadísticas compiladas por la **Association for Private Capital Investment in Latin America** (LAVCA).

Según LAVCA, 2020 también fue un año récord de salidas, impulsadas por la actividad de los mercados públicos en la bolsa de comercio brasileña B3. Los administradores de fondos de capital privado enajenaron US$11.100 millones en 105 operaciones de salida. De forma similar a lo ocurrido en mercados desarrollados, las tasas de interés históricamente bajas impulsaron el capital a títulos que crearon un mercado receptivo de ofertas públicas iniciales. Como resultado, los administradores de fondos de capital privado utilizaron los mercados de capitales públicos principalmente en Estados Unidos y Brasil para lograr liquidez

LAC sí registró mucha actividad de inversión, pero ésta podría —e incluso debería— haber sido mayor. Un problema clave es la dificultad que implica salir de las inversiones privadas. En la edición 2020 de la Global Limited Partners Survey (encuesta de socios comanditarios mundiales) de EMPEA, realizada en colaboración con la LAVCA, el 22% de los participantes manifestaron estar preocupados por el entorno de salida como freno a las inversiones en la región, un porcentaje que se mantuvo estable durante los últimos años en los que la encuesta reflejó una proporción subpar de resultados de salida y capital atrapado.

De acuerdo con un informe de EMPEA/LAVCA, la región cuenta con una tasa de penetración de capital privado a cinco años de solamente 0.18% por comparación con 186% en Estados Unidos. En una región en la que el acceso al financiamiento bancario es escaso, el capital privado juega un papel vital a fin de que las empresas puedan obtener financiamiento a largo plazo para

afrontar las

demandas industriales y de los consumidores locales.

Esta baja penetración de capital en ALC podría estar relacionada al hecho de que las estructuras tradicionales de financiamiento de capital de riesgo y capital privado presentan desafíos inherentes a los administradores de fondos, incluida la superficialidad de los mercados de capital locales al limitar el número de posibles compradores. También hay inconvenientes para los socios minoritarios que tienen derechos limitados bajo la legislación local, y están sujetos a una relación de debilidad frente a un accionista mayoritario.

El hecho de que muchas inversiones en los mercados emergentes hayan sido y sigan siendo inversiones minoritarias de capital en negocios de crecimiento también puede complicar las rutas de salida, ya que puede resultar difícil alinear a los patrocinadores de la empresa y los accionistas minoritarios al momento de la salida. Además, es normal que los patrocinadores tengan una gran incidencia en el proceso de toma de decisiones.

Como la región cuenta con muchas empresas familiares, también resulta bastante común encontrarse con situaciones en las que un inversor minoritario desea abandonar su participación minoritaria en un negocio, pero la familia no está de acuerdo y no lo deja ir. De manera similar, si bien la reventa al promotor es una opción que suele estar incluida en las condiciones de los negocios originales, puede que los inversores no lo vean como la opción más atractiva y, en todo caso, algunos tienen problemas para ejercerla. Resolver este tipo de casos en la justicia puede llevar años, lo que lo convierte en un paso inviable para la salida.

La combinación de la falta de un mercado para la venta de acciones y los fuertes derechos legales de los accionistas

mayoritarios se convierten en la combinación perfecta para terminar en un proceso judicial o arbitraje con altos costos para los accionistas y la empresa.

Encontrar vías de salida apropiadas también es difícil para los socios minoritarios. Todo esto contribuye a hacer que resulte más difícil que los inversores en empresas que no cotizan en bolsa consideren su experiencia en los mercados emergentes de la región como un éxito resonante. ¿Qué se debe hacer al respecto?

El instrumento clave para regular la salida de los accionistas minoritarios es un acuerdo de accionistas que brinde diferentes posibilidades de salida. Un buen acuerdo incluye múltiples características, incluidos derechos de protección de los accionistas minoritarios, como:

- **Elegir a representante**

  La designación de un miembro del directorio o veedor que represente al socio minoritario.

- **Establecer condiciones**

  El establecimiento de actos societarios que requieran el consentimiento del accionista minoritario o una mayoría calificada.

- **Respetar derechos**

  Derechos de preferencia de los accionistas para integrar las nuevas acciones emitidas antes de que estas les sean ofrecidas a terceros para evitar una posible dilución.

- **Mantener informados a los socios**

  Compromisos de presentación de información financiera de manera que esta se encuentre disponible para todos.

Lo que es más importante, el acuerdo también debe especificar los derechos de salida, como los derechos de transferencia (el derecho de poder vender las acciones cuando se desee a fin de maximizar el retorno de la inversión). Por otra parte, cuando resulte posible se debe evitar o mitigar cuando resulte posible el uso de instrumentos como las opciones de compra de acciones (que pueden forzar la venta de la tenencia minoritaria en el momento incorrecto), los derechos a la primera oferta (ROFO, por sus siglas en inglés) y derechos de tanteo (ROFR, por sus siglas en inglés), que limitan el alcance de los posibles compradores de participaciones minoritarias; aunque para los accionistas minoritarios son mejores los ROFO que los ROFR.

No nos olvidemos de las opciones de venta de acciones (a las que a veces nos referimos como un “mal necesario”); es decir, el derecho de vender acciones a terceros en virtud de ciertas condiciones acordadas previamente, lo que les otorga un mecanismo de liquidez a las acciones, pero no garantiza el retorno de la inversión.

Las cláusulas de acompañamiento, el derecho de vender si y cuando venden ciertos accionistas en los mismos términos y condiciones (incluido el precio), también se consideran un derecho de salida clave para los accionistas minoritarios.

En resumen, la protección de las minorías y los derechos de salida son clave para invertir en empresas privadas como accionista minoritario. Los inversores sofisticados, como los gestores de fondos y muchos inversores institucionales, han aprendido hace mucho tiempo acerca de estos obstáculos. Sin

embargo, éste es el momento, a medida que la industria del capital privado se desarrolla en ALC, para asegurar que aquellos individuos inversionistas minoritarios que deseen continuar ayudando a la región a recuperarse de la pandemia tengan las protecciones y los derechos necesarios para tratar de superar los obstáculos de salida del pasado. Si te sientes identificado con estos obstáculos, se consciente al momento de invertir y obtén el asesoramiento de expertos.