

LOS FONDOS TIENEN MAS DE UNA SALIDA



Por **Fernando Muñoz de Toro**

Managing partner del Estudio Muñoz de Toro & Muñoz de Toro.

Para los fondos, el hecho de proyectar con cuidado la manera en que retirarán su inversión resulta tan importante como el precio de entrada.

Una de las características de la inversión extranjera en el país durante los últimos años ha sido la llegada de fondos de inversión que compiten con los inversores estratégicos. Lo que quizás llama más poderosamente la atención de estos nuevos inversores, y más complica las negociaciones con los socios locales, es su “innegociable” necesidad de contar con un exit strategy adecuado a las características de su inversión. Para los fondos, el hecho de proyectar cuidadosamente la manera en que retirarán su inversión resulta tan importante como el precio de entrada. Esto es especialmente complicado cuando el fondo no adquiere el control de la compañía y el socio local pretende continuar desarrollando el negocio —habitualmente familiar— luego de la salida del fondo.

Las cláusulas contractuales que habitualmente imponen los fondos con el fin de facilitar su salida suelen incluirse en los governance agreements (acuerdos de accionistas) y se conocen como tag-along, drag-along y registration rights, además de los más conocidos put y call options. Ante la eventualidad de que una de las partes decida vender sus acciones a un tercero, el tag-along otorga a la otra parte el derecho a requerir que sus acciones se negocien al mismo tiempo y en las mismas condiciones que las de la parte vendedora, conforme a la proporción que se hubiera acordado a tal fin. Por lo general, los tag-along rights van acompañados, como alternativa, de un right of first refusal por el cual se otorga a la parte no vendedora un derecho

preferente para adquirir las acciones de la vendedora en iguales condiciones que la mejor oferta recibida de un tercero. La combinación de ambos derechos permite a la parte no vendedora optar por incluir la totalidad o una parte de sus tenencias en la venta acordada por la otra parte o, por el contrario, comprar al precio acordado con el tercero las tenencias que su contraparte estaba dispuesta a venderle a dicho tercero.

Si bien los tag-along no parecen difíciles de aceptar, el proceso resulta más complicado cuando los fondos también demanda la inclusión de los drag-along rights. Una vez decidida la venta de su tenencia por una de las partes, los drag-along rights confieren a la parte vendedora el derecho a exigir a su socio que también transfiera la totalidad o parte de sus acciones al mismo comprador y en idénticas condiciones. Este derecho otorga al fondo —generalmente, el único interesado en ejercerlo—

la posibilidad de retirarse de la inversión a través de la venta del 100 por ciento del paquete accionario de la compañía, con el

precio mayor al conseguiría la venta de minoritario. Para rigerar los efectos drag-along, mente se otorga a parte obligada a

prar la totalidad de tenencia de la

modo, evitar derse de la Obviamente, para socio local continuar el los drag-along son un escollo

ante su ejercicio parte del fondo

LAS CLAUSULAS CONTRACTUALES QUE SE EMPLEAN

► **Tag-along:** derecho de un accionista a incluir sus acciones en la venta acordada por su socio, generalmente acompañado de un right of first refusal, el derecho preferente para adquirir las acciones de la vendedora en las condiciones ofrecidas por un tercero.

► **Drag-along:** derecho de exigir a un socio que incluya sus acciones en la venta, o compre todas sus acciones, con la finalidad de retirarse de la inversión por medio de la venta del 100% del paquete accionario.

► **Registration rights:** derecho a requerir que la empresa realice un IPO, y registre su oferta en los Estados Unidos u otros mercados, dentro de un cierto plazo.

► **Piggyback rights:** derecho del socio de una compañía registrada para la oferta pública a reclamar que su tenencia sea incluida en esa oferta.

► **Deadlock:** desacuerdo entre los accionistas respecto de las consent actions, decisiones sobre asuntos significativos que obligan al accionista mayoritario a obtener el consenso del minoritario. Permiten retirar la inversión a través del ejercicio de los tag-along y drag-along rights.



Image Bank Argentina

sor, se encontrará frente a la disyuntiva de verse obligado a desprenderse de un negocio que deseaba seguir explotando o comprar la totalidad de la tenencia del fondo, siempre que cuente con los fondos necesarios para ello.

Demand registration rights; piggyback registration rights. Los derechos de tag-along y drag-along suelen ir acompañados de otros derechos concedidos al fondo inversor como, por ejemplo, el de requerir que la empresa realice un IPO -initial public offering- dentro de un período determinado de años. Este derecho a exigir que la empresa oferte su capital en bolsa, generalmente en el país y en el exterior, se complementa con el otorgamiento de lo que se denomina registration rights, que es el derecho a solicitar la autorización para hacer oferta pública de las acciones en los Estados Unidos u otros mercados públicos. Este derecho casi siempre se otorga una cantidad limitada de veces: dos, tres o cuatro registration rights.

También es usual encontrar junto a las cláusulas que regulan los registration rights una referencia a los piggyback registration rights de una o ambas partes. Los piggyback registration rights permiten que el socio de la compañía registrada para la oferta pública reclamen que su tenencia sea incluida en esa oferta.

DESACUERDO Y RESTRUCTURACIÓN. La necesidad de retirar la inversión puede, asimismo, darse por desacuerdos con el manejo de la compañía. Cabe recordar que los fondos que no adquieren paquetes mayoritarios controlan su inversión a través de las llamadas consent actions. Estas consent actions están ligadas a decisiones sobre asuntos significativos y obligan al accionista mayoritario a obtener el consenso del minoritario para adoptarlas. Cuan-

do el acuerdo entre los accionistas no es factible y se produce el llamado deadlock, surge la necesidad de reestructurar la participación accionaria en la sociedad, para lo cual es común recurrir una vez más a las cláusulas tag-along y drag-along.

Ley aplicable a los governance agreements; creación de una compañía off-shore. La dificultad para lograr en nuestro país que, ante el incumplimiento de una determinada obligación sellada por las partes de un acuerdo de accionistas, los tribunales dispongan el cumplimiento en especie -specific performance- de las referidas obligaciones y no su conversión en daños y perjuicios, como normalmente sucede, lleva a que los fondos muchas veces exijan, como vehículo para canalizar su inversión, la creación de una sociedad off-shore que funcione como holding y controle el 100 por ciento del capital de las compañías locales operativas. De esta forma, toda cuestión inherente al gobierno y administración de las sociedades operativas se definiría a nivel de la holding, y los acuerdos de accionistas -que incluyen los derechos descriptos anteriormente- se someterían a la legislación y a la jurisdicción de otros países en los que se encuentre reconocida la facultad de los tribunales para obligar a la parte incumplidora a obedecer lo específicamente pactado en el contrato, aun cuando se trate de una obligación de hacer o de no hacer, en lugar de recurrir a un resarcimiento por daños que puede tener poco significado para la parte cumplidora. Esta circunstancia, en muchos casos, importa una dificultad adicional para cerrar rápidamente un negocio, además de demandar profundos análisis de las posibles consecuencias operativas, legales e impositivas de la estructura elegida para la inversión. ■

“Los fondos muchas veces exigen, como vehículo para canalizar su inversión, la creación de una sociedad off-shore.”