

UC Berkeley

Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual Papers

Title

Manejando el Capital Riesgo y los Hedge Funds

Permalink

<https://escholarship.org/uc/item/80k5v2qk>

Author

Torres Cordova, Hector Ramon

Publication Date

2010-04-26

Peer reviewed

La visión económica del Derecho.

MANEJANDO EL CAPITAL RIESGO Y LOS HEDGE FUNDS.

Por: Héctor Ramón Torres Córdova

Introducción.

La evolución y el constante desarrollo del Derecho Mercantil, trae como consecuencia que con el paso de los años se hayan establecido de nuevas especialidades del Derecho como lo pueden ser el Derecho Bursátil, de Consumo, Competencia, Financiero, Telecomunicaciones, entre otras.

La relación del Derecho con la Economía y las Finanzas ha desarrollado estructuras de negocio que solamente pueden ser tratadas a través de la innovación de las instituciones del Derecho Mercantil, en específico, aquellas referentes a los contratos tanto típicos como atípicos, nominados e innominados, que permiten desarrollar las complejas estructuras de negocio que actualmente presentan las operaciones mercantiles.

Nos encontramos en una época donde las reestructuraciones empresariales están a la orden del día, la especialización en materia de fusiones es el referente que tienen los despachos para la captación de inversión extranjera. En razón a ello, es de suma importancia conocer las herramientas, mecanismos y modelos que se implementan en el ámbito del Derecho Mercantil moderno.

No prepararse para un negocio que en el mundo mueve más de 2.500¹ billones de dólares, de los cuales el 30% se desarrolla en mercados emergentes, un lujo que nadie puede permitirse.

En razón de lo anterior el presente trabajo pretende brindar las herramientas necesarias para una primera puesta en contacto con las operaciones e instituciones de carácter financiero que se presentan en la actualidad y que desarrollan todos los conceptos del Derecho Mercantil al punto de ser instrumentos de vital importancia tanto para el conocimiento personal como para la apertura a nuevas oportunidades de negocio.

¹ Datos de “International Financial Services” de Londres. www.ifsl.org.uk sección de documentos/ Hedge Funds.

En la primera parte del trabajo se desarrolla el concepto y la forma de operar de los fondos de Capital Riesgo conocidos como “Private Equity”, sus tipos y la estructura de sus operaciones, en las que concurren un sin número de contratos mercantiles, desde una carta de intenciones hasta las fusiones más complejas, razón por la que se intenta ejemplificar el paso a paso en el proceso de concreción de las operaciones de capital riesgo.

Dentro de un análisis propio al Derecho Financiero, en la segunda parte del trabajo, se realiza una introducción al estudio de los Hedge Funds, (cuya traducción más precisa pero insuficiente, es la de fondos de cobertura o de protección, razón por la cual mantendremos el término en inglés) en aras de ejemplificar las distintas variantes de inversión que pueden ser constituidas a través de este tipo de vehículo y sus diferencias con los fondos ordinarios.

El análisis económico de hechos jurídicos que causan efectos en una sociedad debe ampliarse cada vez más, no podemos restringir la interpretación de dos ciencias tan amplias a meros estudios de jerarquías, autonomías, distribución de recursos para la satisfacción de la sociedad dejando de lado los recursos que mueven todo lo anterior, acá el papel de las Finanzas, como rama de la Economía es fundamental para entender cómo se obtienen y se gestionan los recursos, es decir practicar el arte y la ciencia de administrar el dinero.

En el desarrollo del presente explicaremos los conceptos financieros-legales que se ven involucrados en el tema, además de hacer alguna mención de la relación de las operaciones financieras con el Derecho Societario y el Derecho de la Competencia, temas que cuentan con un amplio desarrollo particular.

Debido a la relevancia del tema y por el deseo que pueda dirigirse a diversos destinatarios, el estudio realizado contiene los principios y disposiciones que son inherentes al Derecho Mercantil, por lo que se deja de lado el desarrollo mediante artículos (a pesar que se intenta ubicar al lector en el marco regulatorio de dichas instituciones) para que cada lector pueda relacionarlo a su marco regulatorio en cada caso concreto y bajo situaciones particulares según los intereses que converjan en la operación, ya que limitarlo a un análisis articular no permitiría la total comprensión del tema.

Los cuatro conceptos básicos del tema.

El Capital Riesgo o “Private Equity”, adquiere la forma de fondos de inversión y en algunos casos de sociedades anónimas cuyo objetivo principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que generalmente en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores.

Fondos de Inversión, es una entidad que reúne cantidades de dinero provenientes de diversos inversores que comparte un objetivo financiero común. Por lo tanto el dinero que se reúne es invertido en instrumentos del mercado de capitales, como por ejemplo, acciones, bonos, futuros, entre otros. Los ingresos obtenidos a través de estas inversiones son distribuidos a los inversores en proporción a su aportación monetaria al fondo. En ese sentido, un fondo de inversión es la forma de invertir que comúnmente utilizan los particulares, pues ofrece una oportunidad de invertir de una forma diversificada (dentro de las posibilidades y políticas del fondo), en un fondo profesionalmente gestionado a un costo bajo.

Hedge Funds, es fondo de inversión colectiva cuyos administradores pueden comprar y vender todo tipo de activos, y participar sustancialmente en las ganancias del dinero invertido; se diferencia de los fondos ordinarios de inversión por el manejo y tratamiento del factor riesgo en sus operaciones.

Apalancamiento Financiero, Se denomina apalancamiento a la posibilidad de financiar determinadas compras de activos sin la necesidad de contar con el dinero de la operación en el momento presente. Es un indicador del nivel de endeudamiento de una organización en relación con su activo o patrimonio. Consiste en utilización de la deuda para aumentar la rentabilidad esperada del capital propio. Se mide como la relación entre deuda a largo plazo más capital propio. Debemos entender por Apalancamiento Financiero, la utilización de fondos obtenidos por préstamos a un costo fijo máximo, para maximizar utilidades netas de una empresa.

PARTE I. CAPITAL RIESGO.

Antecedentes del Capital Riesgo.

El capital riesgo, como muchas de las actividades mercantiles modernas tiene sus orígenes a partir de mediados del siglo XX, constituyendo uno de los últimos desarrollos del Derecho Mercantil contemporáneo.

Los primeros pasos del capital riesgo se dieron en el contexto de la Segunda Guerra Mundial, durante 1946 a través de la *Corporación Americana para la Investigación y el Desarrollo*² (en adelante ADR), mediante la financiación por parte del sector privado para los soldados que regresaban de dicha guerra.

La filosofía operativa que se adoptó estaba orientada al desarrollo del capital riesgo³, mediante el aprovisionamiento de habilidades gerenciales y recursos financieros para las compañías que se adquirirían, motivando así a todo el personal con el objetivo que fueran más eficientes y obtuvieran así una rentabilidad clara para el inversor.

Es mediante el desarrollo de las operaciones de capital riesgo, que muchas empresas son ahora multinacionales, entre ellas se encuentran: “Apple Inc.”, Federal Express, Microsoft, Avis, etc.

A finales de los años 50 el desarrollo de las actividades de capital riesgo fue tomando fuerza nuevamente en ocasión de incentivos fiscales promovidos por el “*Internal Revenue Service*”⁴ (IRS), dirigidos a pequeños inversores privados; en ese período de tiempo surgieron tres principales fondos de Capital Riesgo, formados, por los Rockefellers, JH Whitney y Payton and Trask. Es como en 1958 surgió la primera regulación relevante en materia de capital riesgo con la “*Small Business Investment Act*” con la que se propició el establecimiento de Hsu &

² American Research and Development Corporation.

³ En materia de “Common Law” existen dos vertientes del capital riesgo: “Private Equity” y “Venture Capital”; en derecho continental no se ha hecho referencia a tal distinción, en el desarrollo del trabajo, no obstante analizaremos las dos perspectivas con referencias a sus términos originales.

⁴ Es el equivalente al Ministerio de Hacienda en los Estados Unidos de Norte América.

Kinney en 1959, una sociedad que trece años más tarde tendría un capital de \$464 millones de dólares.

En la actualidad el capital riesgo ha experimentado un gran desarrollo respecto de las figuras de los años 50, sobre todo por lo que respecta a la forma en la que opera; en efecto, el Capital Riesgo es actualmente utilizado en inversiones a corto plazo para la compra de empresas subvaloradas con el objeto de poder venderlas posteriormente. En los próximos años, se espera que la consolidación, el marketing y la diferenciación sean las notas características del comercio moderno y se adhieran al capital riesgo en la medida que su forma de hacer negocios adquiera aceptación general.

Con el paso de los años, el ámbito de acción del capital riesgo se ha incrementado. Efectivamente si tenemos en cuenta las inversiones de la familia Rockefeller hasta el “Blackstone Group” y Morgan Stanley⁵ (firmas de capital riesgo más grandes del mundo), el número de fondos de capital riesgo es mucho mayor.

¿Cómo trabaja el Capital Riesgo?

Relación de los inversores y la estructura de los Fondos de Capital Riesgo.

En sentido amplio los fondos de Capital Riesgo son fondos de inversión, que aglomeran una cantidad muy amplia de inversores que realizan una aportación a un fondo común para que una entidad gestora realice proyectos de inversión con el objetivo de restituir a los inversores la cantidad aportada con un diferencial equivalente al rendimiento de las inversiones.

Los fondos de capital riesgo en su mayoría se distinguen en su mayoría de otros fondos de inversión por su carácter privado, es decir no sujeto a regulaciones de derecho administrativo sobre captación de fondos del público en general; no obstante ello no limitaría a que se pudieran constituir determinadas modalidades de fondos que permitieran el involucramiento de captación masiva de fondos, pero con dicha posibilidad se desvirtuaría la

⁵ Según la base de datos de la revista FORBES, estas dos firmas han reunido en los últimos 5 años un total de 36 billones de dólares en inversiones en todo el mundo, inclusive en países en vías de desarrollo.

estructura de los fondos de capital riesgo, ya que habría una mayor intervención gubernamental en la gestión de los fondos.

Los “Private Equity” reúnen grandes capitales provenientes diversos inversores o en casos particulares, un inversor basta; a través de dichos capitales se pretende llevar a cabo determinadas inversiones para obtener una rentabilidad superior a la que se obtendría en otras inversiones (para ello analizan el costo de oportunidad y el riesgo). Como primer paso, constituyen una figura societaria según la sede del lugar donde invertirán el capital, y así afrontar inversiones en distintas zonas geográficas, mercados e industrias; en algunos casos los recursos de algunos fondos de capital riesgo pueden provenir de un círculo reducido de personas o sociedades que pretendan afrontar operaciones que de forma individual no podrían desarrollar, en este sentido podemos concluir que la relación de los inversores con los fondos de capital riesgo es netamente contractual y estatutaria, ya que típicamente los inversores colocan su dinero en un fondo específico, convirtiéndose en ese momento en un socio limitado de dicho fondo, no en un inversor por cuenta propia. Dicha circunstancia trae como consecuencia que dicho inversor se beneficia del balance de la totalidad de inversiones realizadas por el fondo y no de de las inversiones individuales realizadas por la firma o sociedad que maneja el fondo.

En su actividad, los fondos de Capital Riesgo pueden en su actividad realizar una recaudación de fondos (fundraising) para la implementación de una inversión específica o muchas más. Esta actividad consiste en la búsqueda de capital por parte de inversores para agrandar su fondo de inversión.

Condiciones de mercado que permiten desarrollar el capital riesgo.

Las condiciones económicas de los diversos sectores de la economía de un país permiten desarrollar determinadas alternativas para la ejecución de muchas actividades. Es en virtud de la actividad económica el que podemos explicar al nacimiento del Derecho Mercantil, la especialización en los derechos de los consumidores y claramente el del Derecho de

Competencia. Desde ese punto de vista, para la plena realización de actividades de capital riesgo, deben concurrir algunas condiciones básicas como las siguientes:

- Un mercado doméstico de grandes dimensiones.
 - En ciertos casos las condiciones de protección son dadas por el mercado sin que ello se deba al comportamiento adoptado por las empresas. Una protección es provista a ciertos agentes económicos, por los defectos que aparecen en el funcionamiento de los mercados.
 - Estas grandes dimensiones pueden ser creadas a veces por disfuncionamientos, es decir “Competencia Imperfecta”, tal como lo menciona la 19ª edición del libro “Economics” de Paul Samuelson y William Nordhaus.
- Acceso de las sociedades a un mercado de valores que acepte la negociación de acciones emitidas por compañías que están aun en su etapa de formación, o reflejen resultados contables desfavorables (como lo son normalmente los primeros años de las sociedades).
 - Capitales Riesgos en países como El Salvador: a pesar de no contar con un mercado de valores consolidado, se pueden desarrollar favorablemente estructuras de Capital Riesgo.
 - Habrá que analizar las condiciones legales de cada país, en relación a la apertura que tengan los Títulosvalores emitidos localmente de poder cotizar en mercados bursátiles reconocidos.
- Un tratamiento fiscal apropiado a los beneficios⁶.
 - Es importante determinar los impuestos a los que están sujetos las inversiones de los fondos de inversión, debiendo tener en cuenta lo que sucede al momento de transferir participaciones, las posibles exenciones, compensaciones, etc.
- La eliminación de barreras para la formación de nuevas empresas.

⁶ Toda normativa que de un tratamiento fiscal preferente a los fondos de inversión, en España véanse ejemplos en SICAV, y así otros modelos en los respectivos impuestos corporativos (de sociedades) que existen.

- La competencia no interviene de manera exclusiva en el estadio final en la cadena económica, no puede ser limitada a las relaciones entre la empresa y el consumidor, sino por el contrario, es un fenómeno que afecta de manera sistemática el conjunto de las actividades económicas; las empresas están inmersas en la rivalidad por el solo hecho de tener una actividad económica.
- En ciertas ocasiones, los competidores no pueden introducirse libremente, o por lo menos fácilmente en los mercados. Esto otorga una cierta protección a las empresas que se encuentran ya presentes; lo anterior recibe el nombre de barreras de entrada, que a veces provienen de la intervención pública o de factores propios de ciertos mercados.

Proceso de Inversión.

Los fondos de capital riesgo orientan su negocio hacia operaciones de inversión bajo tasas elevadas de endeudamiento, las cuales se amortizan con los ingresos que genera la inversión, estos ingresos deben ser lo suficientemente amplios como para que se pueda originar una plusvalía sobre la cantidad invertida que supere el costo de oportunidad.

En sentido amplio, los proyectos sobre los cuales invierten las firmas de capital riesgo pueden ser sociedades que tengan un nicho de negocio muy susceptible de ser explotado y que a raíz de problemas en la gestión del negocio no hay podido desarrollarse; ante esta situación la firma de capital riesgo busca tomar el control total o parcial del capital social de la sociedad ya sea que este dividido en acciones o en participaciones sociales (Sociedades Mercantiles de Capital o de Personas), para impulsar mecanismos que mejoren la gestión de la Sociedad y como consecuencia sea una Sociedad que aumente su valor de mercado, una vez dicho valor de mercado aumente, la firma de capital riesgo venderá su participación en el capital social⁷, habiendo recuperado su inversión y obteniendo una rentabilidad por ella. En este sentido

⁷ Las inversiones de capital riesgo normalmente no duran más allá de 5 años, es decir son inversiones a corto, mediano plazo, excepcionalmente podrían ser de un plazo mayor (se da en casos de nuevas tecnologías o proyectos energéticos).

pueden existir dos principales empresas “Target” de los capital riesgo: a) las que realizan proyectos incipientes (start ups), y b) proyectos maduros y consolidados.

Los mercados en los que la financiación se obtenga únicamente con grandes garantías que minimicen el riesgo, son ideales para el desarrollo de actividades de Capital Riesgo, ya que estos fondos, en un sentido más estricto y para dar profundizar en el párrafo anterior, son “entidades financieras privadas” cuyo objeto principal consiste en la incorporación temporal en el capital de sociedades no financieras (que no coticen en bolsa) y con activos de mucho valor, con el objetivo que con los fondos inyectados, la sociedad aumente su valor y una vez madurada la inversión, se retire obteniendo un beneficio a compartir con el resto de los socios y equipo directivo. **Los fondos de Capital Riesgo buscan tomar participación en sociedades que pertenezcan a sectores dinámicos de la economía, de los que se espera que tengan un crecimiento superior a la media.**

El Capital Riesgo tiene su desarrollo enteramente en el derecho mercantil anglosajón, por lo que se realiza una distinción entre el Capital Riesgo per se (“Venture Capital”) y los fondos de inversión privados (“Private Equity”), en derecho continental el término Capital Riesgo acapara ambos conceptos anglosajones, tanto para las inversiones en etapas de desarrollo (VC) y las inversiones en sociedades perfectamente consolidadas (PE).

Proceso de Desinversión.

La permanencia no es una de las características de las inversiones del Capital Riesgo, ya que su forma de hacer negocios se fundamenta en la movilidad del capital invertido, por ello la posibilidad de desinvertir en el tiempo previsto es uno de los elementos que forman de manera trascendental la decisión de realizar o no una operación de inversión.

Aunque la Sociedad o negocio sobre el cual se haya invertido experimente un crecimiento significativo y el valor de mercado de dicha sociedad o negocio sea superior al momento en el que se invirtió, dicha mejora puede experimentar riesgos si la forma en la que se realiza la desinversión se lleva a cabo incorrectamente.

Existen diversos métodos para la realización de la desinversión, entre los que podemos destacar:

- Venta directa de la participación en el capital social a un tercero.
- Venta de la participación en el capital social, a los restantes miembros de la sociedad.
- Venta de la participación en el capital social a otros fondos de capital riesgo. En este caso puede darse por las siguientes razones⁸:
 - Se vende para que se inicie un proceso de crecimiento del sector sobre otras inversiones que tienen los otros fondos, a ello se le denomina “Build up” el cual desarrollaremos más adelante.
 - Por no cumplir los objetivos de la inversión y que se presente otro fondo que considere esa oportunidad atractiva.
 - Que a pesar que el plazo de la inversión no haya finalizado el fondo necesite liquidez para afrontar otros proyectos.
- Que la sociedad en la que se ha invertido inicie su cotización en bolsa de valores. Esta forma no es muy común, por las siguientes razones:
 - El Fondo inversor quiere desprenderse del 100% de su inversión, lo cual no estaría asegurado mediante la OPV (Oferta Pública de Venta). Algunos utilizan mercados de valores de inversión alternativa.
 - Las bolsas de valores no tienen una estructura especializada para el proceso de desinversión en materia de capital riesgo. Ello sumado a la disminución de las salidas de sociedades a cotizar en bolsa.

Notas del Capital Riesgo.

Las sociedades que se han visto involucradas en procesos de inversión de capital riesgo han demostrado un rápido crecimiento en comparación con otro tipo de sociedades del mismo sector que no han sido objeto de dicha inversión de capital riesgo. Lo anterior es posible por la

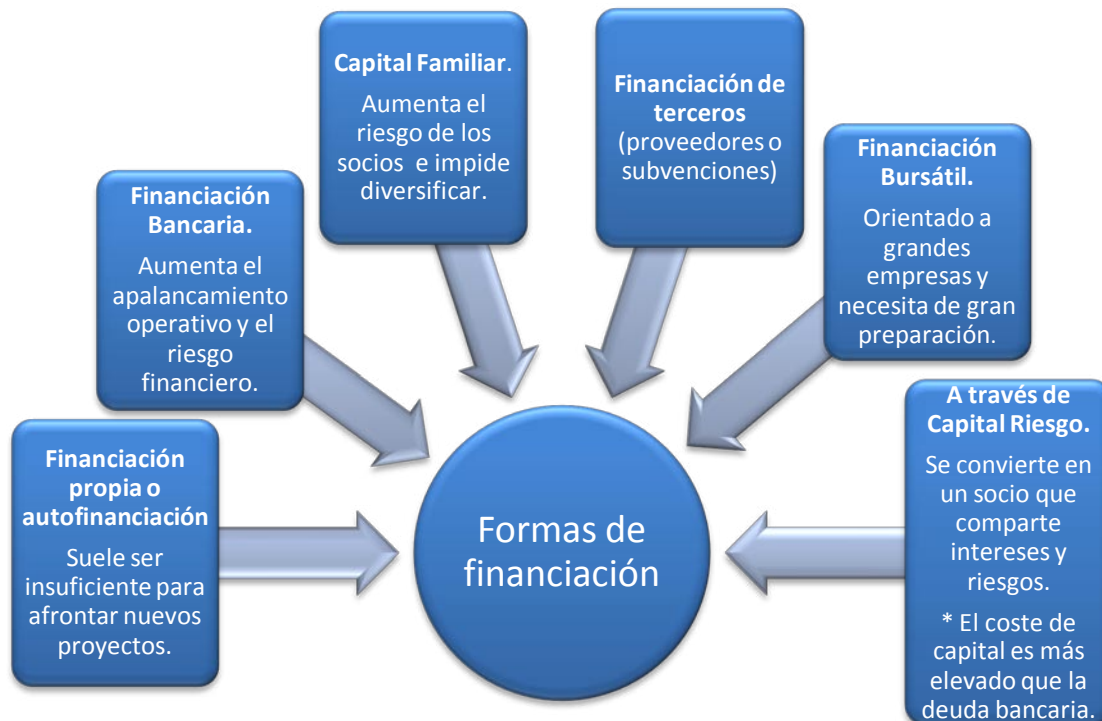
⁸ En el caso que la venta se realice a otros fondos de inversión de Capital Riesgo, dichas ventas se denominan “Secondary buy outs”.

combinación tanto de capital como de la experiencia profesional que proporcionan los miembros de los fondos de capital riesgo, los cuales muestran nuevas maneras de rentabilidad que las estrictamente financieras; este tipo de inversiones ayudan a las sociedades a alcanzar sus objetivos y provee de bases estables para el desarrollo del negocio, que permiten incrementar el valor de las sociedades para sus miembros sin inmiscuirse en el día a día del negocio.

Como método de financiación, el Capital Riesgo tiene algunas ventajas sobre la financiación ordinaria que generalmente es la bancaria; la deuda bancaria obtiene un tipo de interés sobre el capital que concede sumado a que normalmente se ve asegurado dicho préstamo con el patrimonio de la sociedad o personal de los socios y si existiere incumplimiento el banco sin miramiento alguno embarga y deja fuera del negocio al deudor, en algunos casos es la misma deuda bancaria la que asfixia el negocio y lo lleva a la quiebra.

En contraposición a lo anterior, la financiación que procede del capital riesgo no se encuentra asegurada con el patrimonio de la sociedad y mucho menos con el de los socios. No obstante, cabe la posibilidad que parte de la financiación no proceda exclusivamente del Capital Riesgo y existan garantías que graven el patrimonio de la sociedad, aunque no en la escala que explicamos anteriormente. Por lo tanto el Capital Riesgo, al igual que los socios, afronta el riesgo de que el negocio no prospere, ello en razón a que el fondo de capital riesgo es un socio capitalista en la sociedad y se recompensa al igual que los demás socios si la sociedad o compañía triunfa, y en concreto cuando realiza la desinversión.

Podemos ver en el grafico siguiente las alternativas de financiación que tienen las Sociedades.



Operaciones de Capital Riesgo

Los fondos de Capital Riesgo realizan una serie de operaciones mercantiles que permiten asegurar su inversión, normalmente son operaciones con una carga financiera muy elevada en las que solamente sociedades con muy buenos flujos de caja o con la posibilidad de generarlos son las adecuadas para ser objeto de la inversión.

Estas operaciones se encuentran comprendidas dentro del género de las adquisiciones apalancadas, más conocidas por su término anglosajón “*Leveraged Buy Out*”, en adelante “LBO’s”.

Los LBO’s parten de la adquisición de una sociedad con fondos prestados que luego se repagarán con el flujo de caja de la propia sociedad adquirida (“target”) y que pueden, o no estar, garantizados con los activos de la “target”. La ventaja de este tipo de estructura es que el adquirente (normalmente una firma de capital riesgo) puede llevar a cabo la compraventa con una aportación mínima de fondos propios, ya que la mayor parte del precio de compra viene financiado por un tercero el cual es repagado, garantizado o cubierto por los flujos de caja y el

patrimonio de la propia sociedad objeto de la adquisición. Es decir, la deuda se garantiza por los activos de la sociedad y los ingresos de la misma se aplican al pago del principal y los intereses de dicha deuda.

Existen dos clases principales de LBO's: los de compraventa de acciones o participaciones, en los que el objeto de la compraventa son las acciones o participaciones de la sociedad objeto, ya sea la totalidad de ellas o una parte muy significativa del capital de la “target”; y los de compraventa de activos, en los que el objeto de la compra son los activos de la sociedad, pero no la sociedad misma.

Asimismo, los LBO's, tanto de activos como de acciones o participaciones, son la cabeza de una familia muy numerosa de sub-especies de compraventas apalancadas, que desarrollaremos a continuación, entre los que se encuentran:

- Compra por gestores anteriores. “Management Buy Out” (MBO);
 - Son las operaciones en las que el equipo de gestión forma parte del grupo de promotores adquirentes, normalmente junto con una firma de capital riesgo.
- Compra que reemplaza al equipo gestor. “Management Buy In” (MBI);
 - Son las operaciones en las que el comprador incorpora a la sociedad adquirida su propio equipo de gestión, sin tomar en cuenta por lo tanto, el equipo directivo anterior.
- Compra Institucional. “Institutional Buy Out” (IBO);
 - En este tipo de operaciones el comprador luego de haber realizado la adquisición de la sociedad determinará quienes gestionaran la sociedad ofreciéndoles como incentivo la participación dentro del capital social de la compañía (Roll up⁹).
- Compra para elaborar. “Buy and Build” (B&B) o “Build up”

⁹ El “Roll up” es un término que enfoca la posibilidad de que los miembros (gestores o accionistas) de la Target puedan convertirse eventualmente en accionistas de la misma o de la sociedad vehículo (“SPV”) creado para afrontar la inversión, se puede dar tanto en el IBO como en el MBO.

- Tiene por objeto la compra de una sociedad para unirla a otras sociedades que realizan actividades empresariales comunes con el objetivo de formar un conglomerado empresarial cuyo valor en conjunto sea superior al valor individual de las sociedades que lo conforman.
- Compra con riesgos. “Venture Buy Out” (VBO)
 - Es la compra de una sociedad que no ha alcanzado estabilidad y que puede generar beneficios atractivos, pero los riesgos que se toman son elevados.
- Compra secundaria. “Secondary Buy Out” (SBO)
 - Dicha operación resulta por la venta de una sociedad por parte de un fondo de capital riesgo en su proceso de desinversión a otro fondo de capital riesgo. Pueden generar nuevos escudos fiscales en atención a la legislación fiscal del territorio donde opera el Capital Riesgo.
- Compra iniciada por el vendedor. “Vendor Initiated Assisted Management Buy Out” (VIAMBO).
 - El vendedor por cualquiera que sea la razón decide por cuenta propia colocar la sociedad a la venta, pero manteniendo la administración de la sociedad.
- Compra con participación del equipo directivo actual y de uno entrante. “Buy In Management Buy Out” (BIMBO).
 - Al combinarse con la operación “Publica a Privada” (Public to Private {PtoP}) puede ser considerada como una de las operaciones más complejas dentro del Derecho Mercantil actual. En esta operación se juntan dos compras apalancadas el MBO y el MBI.

A continuación, y con el objeto de explicar la forma en la que se deben afrontar las anteriores operaciones, se desarrollará algunas de las figuras anteriormente enumeradas, concretamente el “MBO” y sus variantes; por último se finaliza con la estructuración de un “BIMBO” en el cual desarrollaremos los elementos esenciales de la operación (partes intervinientes, contratos involucrados en la operación, etc.)

Management Buy Outs.

Partiendo de la anterior definición, los “MBO’s” involucran a la sociedad que se pretende adquirir (Target), el equipo directivo de dicha sociedad y el o los fondos de capital riesgo que participan como inversores.

Es lógico pensar que el equipo directivo de una sociedad (hablamos de gerentes, administradores, etc.) puede tener interés en comprar la sociedad en la que desempeñan sus funciones, pero en ocasión de insuficiencia de fondos, no pueden adquirirla, es cuando el Capital Riesgo entra en acción.

El fondo de Capital Riesgo brinda los recursos financieros (propios y ajenos) para afrontar la adquisición de la sociedad de una manera conjunta con el equipo directivo el cual tiene que hacer un esfuerzo financiero para afrontar un porcentaje mínimo de la operación; la concurrencia de estos factores de administración, financiación, deuda/apalancamiento, desarrolla la figura del MBO dentro de las adquisiciones apalancadas.

Desde el punto de vista del vendedor pueden existir diversas razones para considerar la realización la venta de la sociedad a través de un MBO, entre ellas:

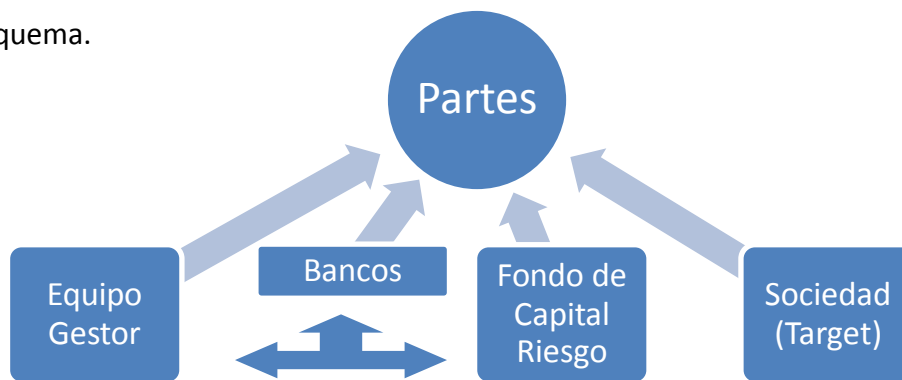
- **Liquidez**, que por diversas circunstancias las fuentes normales de ingresos han dejado de fluir o resultan poco fiables.
- **Confidencialidad**, se logran mantener todo tipo de circunstancias y estrategias fuera del alcance de los competidores.
- **Competencia**, permite generar la competencia con otros fondos de capital riesgo.
- **Gestores**, los involucra en el proceso de adquisición permitiéndoles la posibilidad de entrar al negocio de manera conjunta con el fondo.

Al equipo gestor de una sociedad además del deseo de la autonomía que produce ser propietario de acciones de la sociedad, tendrá la posibilidad de obtener una rentabilidad de conformidad con la una inversión que efectúe y al grado de compromiso que adquiera, pues en lugar de responder ante una junta general ahora responden al inversor que es el fondo de Capital Riesgo, conociendo por tanto el verdadero significado del coste del capital (pocos saben

que es más caro que cualquier préstamo) con el objetivo de lograr al final de la inversión una muy atractiva rentabilidad.

En el desarrollo de los MBO's se presentan operaciones societarias comunes como la constitución de una sociedad, pero también se presentan pactos parasociales (contratos de accionistas o socios), cláusulas estatutarias de especial relevancia, compromisos bilaterales de compraventa de acciones o participaciones, fusiones de sociedades, etc.

Es momento de explicar el proceso de un MBO, el cual se entenderá a través del siguiente esquema.



Las partes en el proceso de adquisición de la sociedad están formadas por un equipo gestor que puede tener una participación en el capital social de la sociedad a adquirir que en adelante se llamará “Target”, pero dicha participación puede ser o no de mayor relevancia, aunque si hablamos de un MBO es razonable pensar que será mínima (por la falta de recursos suficientes del equipo gestor); la sociedad “Target” en el sentido que sus accionistas o socios serán los que vendan sus cuotas en el capital social; y por otro lado el fondo o fondos de Capital Riesgo que participan en la operación.

Alternativas del Equipo Gestor

Constituir una Sociedad (SPV) para canalizar su inversión.

Participar directamente en carácter personal en la inversión.

En la primera alternativa, los gestores constituyen una Sociedad que pueda ayudarlos al financiamiento de la inversión (pignorando las acciones o participaciones); participando directamente, vincularían personalmente su patrimonio.

Alternativas de la "Target"

Negociación directa con los compradores para concretar la venta.

Realización de un "Beauty Contest" en la cual se vende al mejor postor.

La alternativa a tomar por parte de la Target se verá esencialmente vinculada por condiciones particulares, dirigidas a la obtención de un mejor precio o en algunos casos a la confidencialidad, en la medida de lo posible, de la operación.

Una vez estudiadas las alternativas de las partes, pasamos a analizar la participación del Capital Riesgo en la operación, recordemos que dentro de los objetivos del Capital Riesgo están el de obtener la mayor rentabilidad posible a partir de una determinada inversión, la reducción de los gastos fijos financieros (de su inversión), y que al final, el fondo inversor no desea en ningún momento estar sometido a obligaciones con terceros por la adquisición de la sociedad (no desea responder por las obligaciones derivadas por la "Target" ni por su adquisición).

En este momento es donde tenemos que hacer uso de alternativas que en el marco jurídico se nos ofrecen para poder dar cabal respuesta a los intereses de los inversores, y a los objetivos arriba aludidos. Con el objeto de limitar la responsabilidad de los socios recurrimos, a las sociedades de capital. En segundo lugar, es necesario poner especial cuidado a la hora de estructurar la fase financiera de la operación, con el fin que las deudas generadas en la adquisición de la "Target" puedan ser trasladadas a ella misma, logrando que sean los propios flujos de caja de la "Target" los que amorticen la carga de capital e intereses de la operación.

Debemos recordar que el dinero que coloca el fondo de capital riesgo proviene tanto de recursos propios como de préstamos otorgados generalmente por instituciones bancarias, que tendrán especial relación tanto con los miembros del equipo gestor y los fondos de capital riesgo, en principio financiando la inversión del equipo gestor y la parte que corresponda al fondo de capital riesgo, que en épocas de crisis tiende a ser menor, se realizará la adquisición.

De manera que desde la manera más compleja, un "MBO" se realizaría, luego de estructurar la operación (a la que atenderemos con el BIMBO), mediante los siguientes pasos:

1º. Canalización de la inversión por los gestores.

- Constituyen una sociedad de capital o una con sus características, bien de Sociedad Anónima o una Sociedad de Responsabilidad Limitada. Es decir, se constituye un SPV (Special purpose vehicle, or Separate portable vehicle).

2º. Canalización de la inversión tanto por la sociedad constituida por los inversores como por el fondo de Capital Riesgo mediante la Constitución de la Sociedad Vehículo.

- En esta etapa se constituye una sociedad que se conoce como sociedad vehículo (SPV, “newco”), en la que participan mayoritariamente el fondo de Capital Riesgo y minoritariamente los gestores mediante la sociedad que ha creado.

3º. Constitución de garantías a favor del Banco en la parte en que financiará la operación.

- Las acciones o participaciones de la sociedad vehículo serán dadas en garantía para la adquisición de la “Target”, puesto que la sociedad “Target” tiene una prohibición de asistencia financiera¹⁰.

4º. Acuerdo de venta de las acciones o participaciones sociales de la Target, (SPA).

- Se formaliza la venta de las acciones mediante escritura pública (a pesar que la ley permite que se realice por los medios otorgados en el derecho común).

5º. Adopción de mecanismos que permitan que la “Target” solvente las obligaciones financieras adquiridas por nuevos sus socios o accionistas para su adquisición, sin incurrir en la prohibición de asistencia financiera.

- Las alternativas que se presentan en este apartado pueden ser variadas y el desarrollo de esta actividad se ha desarrollado mundialmente a través de las fusiones, ya que el mecanismo de la fusión¹¹, solventa y garantiza los intereses que protege la prohibición de asistencia financiera mediante el mecanismo de oposición de cualquier interesado a la ejecución de la fusión.

¹⁰ Normalmente se establece que una sociedad no puede comprometer su patrimonio para la adquisición de sus propias acciones por parte de un tercero, salvo excepciones. Existirá asistencia financiera cuando la sociedad que presta financiación no obtiene un beneficio equiparable en el desarrollo de la operación. En este caso habrá que revisar la normativa en materia de asistencia financiera en cada país, en derecho continental es usual encontrar dicha regulación en los Códigos de Comercio, y en Common Law, por las reglas de gobierno corporativo.

¹¹ Se debe observar en estos casos que las fusiones tutelen los derechos de terceros que mantengan relación con la sociedad o sociedades que se extinguen en la fusión.

6º. Luego se procede a la cancelación de las garantías de la Target; obviamente, la cual se realizará constituyendo nuevas garantías sobre la sociedad resultante de la fusión.

De acuerdo a lo anterior, de manera grafica el MBO se realizaría de la siguiente manera:



Puede darse el caso de que la operación prescinda de la participación del equipo gestor, en cuyo caso no se denominaría **MBO**, pero en el supuesto que exponemos, la intención del fondo de Capital Riesgo es la continuidad del equipo gestor de la sociedad una vez sea adquirida la sociedad (pudiendo recibir participaciones de la “target” a cambio de dicha gestión). La posibilidad antes aludida puede resultar en el caso que el equipo gestor se vea imposibilitado de obtener los recursos necesarios para afrontar la operación; en ese caso la operación se denominaría **IBO**, prescindiendo dentro del esquema anterior del primer paso que canaliza la inversión del equipo gestor.

Con relación al **MBI**, la estructura y el proceso es exactamente el mismo salvo varios matices, relacionados a la sociedad “Target”, ya que en el **MBO** es el mismo equipo gestor de la “Target” quien participa junto con el fondo de Capital Riesgo de la adquisición, sin embargo

pueda ser que el fondo que pretende invertir no desee que participe el equipo gestor de la sociedad que pretende adquirir, o que el mismo equipo gestor no quiera o no pueda afrontar la compra de la sociedad, en este caso un equipo gestor externo a la sociedad que se pretende adquirir realiza los pasos realizados por los gestores en el **MBO**, o bien el fondo de capital riesgo contrata por sus medios el equipo gestor que administrará la sociedad que se pretenda adquirir, con lo cual el paso primero del esquema anterior sería desechado.

Es importante recalcar que el fondo de Capital Riesgo no tiene como objetivo administrar la sociedad sobre la cual realiza la adquisición. En ese momento entran en juego los equipos gestores, tanto los que se encuentran en la sociedad “Target”, bien los que puedan estar interesados en gestionarla (son totalmente externos), o en su caso, los que designe el fondo de Capital Riesgo.

El esquema que reflejaba las alternativas del vendedor, que en estos casos serían los accionistas mayoritarios de la Sociedad, se mencionó el término “beauty contest” que es indicativo de una “subasta privada” de la sociedad “Target”. En un “beauty contest” la sociedad es ofrecida a quien más pague por ella; en este caso, obviamente el vendedor tratará de que a dicha “subasta privada” pujen únicamente interesados directos en el negocio u oportunidad que genera la sociedad a vender desarrolla. Lo anterior puede configurar en otra de las formas de LBO que anteriormente hemos mencionado: el VIAMBO, ya que es el vendedor quien ofrece la venta de la sociedad, en estos casos son necesidades puramente de financiación para poder afrontar nuevas inversiones, y en la cual el vendedor mantiene la dirección de la sociedad que se adquiere, con una participación en el capital social, generalmente inferior, la parte restante del capital social es adquirida por el fondo de Capital Riesgo, por lo que las partes obtienen por un lado la financiación necesaria para afrontar nuevas inversiones manteniendo el control de la sociedad (vendedor) y la obtención de una rentabilidad atractiva por parte del inversor (capital riesgo) cuando realice su proceso de desinversión, en el que, pueda estar interesado en participar el vendedor para recuperar el porcentaje de capital social que antes poseía, inclusive puede ser adquirido por otro fondo de Capital Riesgo, en cuyo caso la operación se denomina como un SBO.

Con respecto al B&B, lo mejor es explicarlo con un ejemplo, supongamos que en un mercado emergente existe un fondo de Capital Riesgo interesado en los servicios de restauración, y es de su conocimiento que hay una pequeña cadena de restaurantes en El Salvador que está dispuesta a vender su negocio pues a pesar de ser rentable es propiedad de una familia, y que a raíz de la administración del negocio se están generando diversos problemas entre ellos por lo que lo más fácil es vender. Es del conocimiento también del mismo fondo, que existen pequeños restaurantes con cadenas nacionales tanto en Guatemala, Honduras y Costa Rica.

En este caso, el fondo de Capital Riesgo, tiene en mente la operación que quizás todos piensan, con la diferencia que tiene recursos suficientes para afrontarla; el Capital Riesgo comprará las pequeñas cadenas que se encuentran en El Salvador, Guatemala, Honduras y Costa Rica, de manera que puede unir esas pequeñas cadenas y convertirla en una mucho más grande, la cual tiene un valor acumulado mucho mayor del conjunto de valor individual de cada cadena de restaurantes en cada país, por lo se convierte en una oportunidad de negocio muy atractiva para cualquier inversor, y es por ello que dichas operaciones cuando son efectuadas por fondos de Capital Riesgo se denominan *Comprar y Construir* “Buy and Built”.

Legalmente la operación no solo debe contener las formalidades legales oportunas, sino que también es de total pertinencia el correspondiente análisis de Derecho de la Competencia pues podría generar concentraciones¹² de mercado que afectaran en alguna medida la competencia en los territorios afectados.

Las concentraciones requieren de una autorización por parte de las distintas Autoridades de Competencia cuando dichas concentraciones industrialmente superen determinados baremos, inclusive puede existir un doble tratamiento para la concentración, dependiendo de cada legislación, y lo más importante es que en algunos casos los baremos no

¹² El Derecho de la Competencia ha tomado una posición global, a tal punto que es difícil encontrar estados sin regulación en esta materia, por lo que se deben aprovechar los pasos ya dados en materia de competencia en operaciones en mercados mucho más estrictos para tomar ventaja en mercados con regulación todavía en desarrollo.

se determinan por las cifras de concentración en cada país pero en el conjunto de territorios donde participe el inversor involucrado en la concentración.

Determinada la concentración, no necesariamente implica el fracaso de la operación, pues puede considerarse que es una concentración compatible con el mercado, en cuyo caso debe realizarse un test de compatibilidad que normalmente su fundamenta en dos modelos¹³:

- El test de dominio, que es de carácter subjetivo basado en la situación empresarial generada por la concentración y consiste en examinar si con la concentración se generará o reforzará una posición de dominio. A tal fin se utilizan indicadores de naturaleza cuantitativa (cuotas de mercado, por ejemplo) como de naturaleza cualitativa (la existencia de barreras de entrada, por ejemplo). Así una concentración debería considerarse incompatible si crease una posición dominante y por lo tanto, podría desembocar en mayores precios, reducción de la capacidad de elección y una menor innovación.
- El test de reducción sustancial, es un test objetivo que examina la situación de la real competencia antes y después de la concentración propuesta. Consiste en valorar si va a producir un deterioro sustancial de la competencia efectiva en los mercados relevantes analizados. A tal fin se estudia la estructura competitiva del mercado relevante afectado, siendo la posición de dominio una información adjetiva.

Ambos no son esencialmente opuestos ni suponen modelos cerrados sin comunicación, vale aclarar que el primero es utilizado con más frecuencia en algunos de los países de la Unión Europea y el segundo con mayor utilización dentro de los Estados Unidos y en algunos países de Europa (Irlanda y el Reino Unido).

Cuando se requiera de autorización por parte de la Autoridad de Competencia los contratos por los cual se ejecuten las operaciones de Capital Riesgo, deben de incluir las cláusulas¹⁴ necesarias que tutelen y garanticen el cumplimiento de la finalidad de la inversión.

¹³ Juan I. Font, Manuel Pino; Estudios de Derecho de la Competencia, Editorial Marial Pons, 2005, Pág. 165.

¹⁴ Hablamos de cláusulas que generalmente condicionan la realización de la inversión.

Estructura Contractual de una Operación de Capital Riesgo.

Dentro de las operaciones en que se maneja el Capital Riesgo se han mencionado entre otras el MBO y el MBI, ahora bien, existe una combinación de ambas que para el caso del presente ensayo servirá para desarrollar desde la perspectiva del Derecho Mercantil en su faceta societaria tanto como contractual, los hitos fundamentales del BIMBO: Buy in Management Buy Out.

Para la realización de toda la operación es necesario el transcurso de determinadas fases:

- *Fase de Tratos Preliminares.*
- *Fase de Desarrollo.*
- *Fase de Cierre o de ejecución y de Post-Cierre.*

Para entender la operación, partimos que existe un accionista mayoritario que puede estar interesado en vender las acciones de su sociedad, que existe un equipo gestor con muchas habilidades en el desarrollo del objeto social, y que el fondo de Capital Riesgo desea dicha sociedad para concretar su proyecto de B&B, por lo que cuenta con un equipo directivo que se sumará al de la sociedad target para la administración de la sociedad.

Fase de Tratos Preliminares.

En esta fase participan las siguientes partes:

- Sociedad Cotizada, en adelante “TARGET”.
 - Participa en representación sus administradores.
- Adquirente
 - Fondo de Capital Riesgo.
 - Equipo Gestor.
- Accionista Mayoritario o en este caso de control.
- Entidad financiera que dará soporte al desembolso económico de la operación.

Es importante que en este momento se pacte o acuerde una forma de desarrollar la inversión, y en este sentido existen varias alternativas de naturaleza contractual que favorecen

a la estructuración de una operación, su utilización dependerá claramente de los intereses o posturas de las partes.

Dos buenas alternativas para configurar la operación en la etapa de tratos preliminares son:

- **Carta de Intenciones (CDI) o (LOI) por sus siglas en inglés.**
 - **Definición.** Tiene como objetivo principal, el establecimiento de los parámetros bajo los cuales se realizará un negocio, normalmente las cartas de intenciones no deben considerarse contratos en sentido amplio, pues contienen disposiciones de carácter no vinculante para las partes, a excepción de aquellas circunstancias necesarias para el desarrollo del negocio, como lo pueden ser la confidencialidad y la exclusividad.
- **Contrato de Inversión.**
 - **Definición.** Es también un mecanismo de preparación de la inversión, pero que establece más formalidades a los simples acuerdos preparatorios además de ser naturaleza contractual en todo sentido, ya que es vinculante en su totalidad y plasma las voluntades de las partes, generalmente estipula con rigidez los pasos de la operación.

De acuerdo a los pasos y mecanismos recomendados, es la carta de intenciones el mecanismo más adecuado, y para la operación que nos incumbe es necesario que incorpore los siguientes contenidos.

- Establecer las intenciones de realizar la operación sobre la sociedad “TARGET”, en este punto participan los compradores (Gestores y Capital Riesgo), vendedor (Accionista Mayoritario), Administradores de la Sociedad Target y las instituciones de crédito que financien la operación. Nos interesan los siguientes tipos de acuerdos sean de carácter vinculante en la Carta de Intenciones.
 - **Confidencialidad.**

- *Que en el desarrollo de toda la operación no se filtre a terceras personas los pormenores del negocio.*
- *Puede no incluirse en la CDI y realizarse en un instrumento adicional, mediante un convenio de confidencialidad (NDA).*
- **Exclusividad.**
 - *Que el vendedor durante un periodo prudencial no ofrezca la Sociedad a terceras personas.*
- **Realización de una auditoria legal, económica y financiera (“Due Diligence”), para que según los resultados de esta se pueda acordar el precio más adecuado de la operación, además para que ante cualquier vicio o defecto detectado el vendedor pueda rendir una determinada garantía al comprador.**
 - El inconveniente con el que nos podemos encontrar es que se filtre la información sobre la realización de la “due diligence” y pueda hacer fracasar la operación por lo que se debe realizar con mucha cautela y seguridad.
 - El riesgo en estos casos es para ambas partes: para una, en que la operación fracase, porque la filtración trae como consecuencia la inflación del precio; y para la sociedad, que al fracasar la operación se esté lanzando al mercado el mensaje de que la sociedad no marcha bien.
- **Cláusulas penales por el incumplimiento de los acuerdos vinculantes.**
 - El establecimiento de dichas cláusulas es favorable pues es una manera anticipada de determinar los daños y perjuicios que causaría un incumplimiento contractual.
- **Un bosquejo de las formas que aseguren el desarrollo de la inversión. Participan todos: los compradores, la entidad financiera, la sociedad y el accionista de mayoritario.**

Dentro de los tratos preliminares deben de existir acuerdos que vinculen exclusivamente al equipo gestor con el fondo de Capital Riesgo que acometerá la compra. Para

con los gestores se deben establecer pactos que les motiven a realizar el negocio, es decir se debe acordar además de la realización conjunta del negocio, una política de remuneraciones¹⁵ para los gestores mediante acciones preferidas con dividendo garantizado, stock options, etc. en definitiva, mecanismos que les permitan palear la carga financiera que tienen que adquirir para afrontar la operación.

Fase de desarrollo de la inversión / Fase de Ejecución.

Esta es una fase vital en la que se debe desarrollar la estructura que hemos planteado para la operación. Los pasos a seguir son los siguientes:

- a) Creación de una Sociedad Vehículo, para el acometimiento de la inversión, cuyo capital será producto de la cantidad obtenida mediante financiación de la entidad financiera y de fondos propios de los compradores.
 - a. Los mecanismos para la constitución de la vehículo (en adelante newco), se regulan a través de un contrato mercantil (de los llamados modernos), denominado: “**Joint venture**”¹⁶, el cual regulará:
 - i. La creación de una nueva sociedad.
 - ii. La división del capital social
 - iii. Porcentaje en el capital social de cada uno de los compradores.
 - iv. Cláusulas de resolución de bloqueos y otras relevantes.
 1. Dichas cláusulas, por su forma de implementación, han adquirido nombres peculiares, entre ellos, el de “**La ruleta rusa**” en el cual ante una situación de bloqueo (si la sociedad se encuentra paralizada en el funcionamiento de sus órganos sociales), uno de los accionistas realiza una oferta en firme al otro accionista para la compra de sus acciones, (al accionista mayoritario, sin cuyos votos no se adoptan

¹⁵ A dicha política de remuneraciones suele llamárseles “sweet equity” o “ratchet”.

¹⁶ El contrato de “joint venture” es atípico e innominado, es un contrato de acuerdo de colaboración entre dos personas naturales o jurídicas, de carácter complejo para el desarrollo de un negocio de forma conjunta. La colaboración puede ser variada y va desde el simple acuerdo de colaborar genéricamente para desarrollar un negocio hasta la constitución de una sociedad conjunta.

acuerdos sociales), el cual tiene únicamente dos opciones: aceptar la oferta o realizar una contraoferta superior a la otra parte. A partir de ahí se repite el mismo proceso hasta que exista acuerdo.

2. Relevantes son las cláusulas de arrastre, que permiten incluir a todos los accionistas en la venta de la totalidad de las acciones de la sociedad, o que permiten a los accionistas adherirse a la venta de las acciones a realizar por parte de uno de los accionistas.

b) Contrato de préstamo con las entidades Bancarias.

- a. Las condiciones que colocan los Bancos en estas operaciones son muy proteccionistas a los intereses del banco, por lo que se debe tener cautela que al momento de la constitución de las garantías, éstas recaigan sobre la “newco”. No se puede derivar de la simple lectura del contrato que el objeto es financiar la operación con la Target, pues incurrimos en la prohibición de asistencia financiera.

Cierre y post-cierre de la operación

Una vez tenemos el dinero para afrontar la operación, se realiza el contrato de compraventa de las acciones, el cual es un acuerdo mediante el cual se transmite la propiedad de las acciones de una Sociedad, en principio Anónima (excluimos las comanditarias por acciones en razón a su desuso). Dicho contrato se utiliza en la adquisición o toma de sociedades, que no es lo mismo, o que no debemos confundir con la compraventa de una empresa mercantil, si bien ambas recaen sobre una cosa, las acciones forman parte del capital social de una Sociedad Mercantil, la cual tiene personalidad jurídica propia e independiente de las personas que la conforman, la empresa es el objeto de explotación de la Sociedad.

Por lo que se observa del caso, en esta compraventa deben de seguirse las normas que se señalan en la legislación societaria, donde generalmente se permite que las acciones pueden transmitirse por cualquier negocio jurídico inter vivos. Como sabemos, es normal que las acciones no estén emitidas, por lo que su transmisión debe de realizarse a través de la escritura

pública de compraventa con posterior inscripción en el libro de registro de accionistas de la sociedad si las acciones fueran nominativas.

Con respecto a la redacción del contrato, habrá que cuidar aquellos aspectos que no hayan sido acordados por las partes y que no encuentren regulación en la legislación mercantil, pues se regularan a través de la legislación común, es decir, la civil, que en muchos casos perjudicarían el buen desarrollo del negocio jurídico que se pretende establecer, ya que existen plazos para efectuar reclamaciones que son más cortos en el ámbito civil y que por lo tanto, de manera contractual se pueden ampliar.

Entre las cláusulas que debe contener el presente contrato tenemos:

- *Objeto.*
- *Precio.*
- *Ajuste del Precio.*
- *Declaraciones y Garantías con su vigencia.*
 - *Situación legal, contable y financiera de la Sociedad que representan las acciones.*
- *Responsabilidades.*
- *Indemnizaciones.*
- *Pacto de no concurrencia, si aplicare.*
- *Confidencialidad.*
- *Saneamiento y Evicción*
- *Procedimiento de Reclamaciones.*
- *Cláusulas Penales.*
- *Métodos de solución de disputas.*
- *Clausulas típicas de notificaciones y legislación aplicable, denominadas “Boiler PLate”*

Existen otras situaciones que pueden ser desarrolladas internamente en el contrato que se observan en las declaraciones y garantías y se perfeccionan cuando son vinculadas a través de otra cláusula en el contrato de manera expresa, puede hacerse también de manera tácita, pero ello no es recomendable pues los contratos deben de ser lo más claros posibles para las partes, sin generar ambigüedades, ya que ello podría ser razón de futuros conflictos en razón de la interpretación de las cláusulas del contrato.

Como último paso y considerado el post-cierre de la operación, se realiza la fusión entre la “newco” y la “target”. La “newco” absorberá a la target, y por lo tanto al existir una confusión

ALACDE “Research Paper”

Manejando el Capital Riesgo y los Hedge Funds.

HT

de patrimonios, las obligaciones de la “newco” indirectamente ahora se encuentran garantizadas por los activos de la target.

Puede ser el caso que la fusión sea realizada de manera contraria, es decir, una fusión inversa: en la que la target sea la que absorba a la “newco”, ello se da normalmente cuando la sociedad target cotiza en bolsa y el objetivo del fondo de Capital Riesgo es tener una sociedad que cotice en bolsa sin incurrir los altos gastos iniciales de una IPO (oferta pública inicial), de manera que crea una sociedad fuerte, y para lograr su cotización evitando los gastos aludidos, compra una sociedad cotizada, luego la cotizada se fusiona con la otra sociedad absorbiéndola, logrando de esta manera que indirectamente cotice y obtenga los beneficios de liquidez y demás beneficios que ofrece la cotización en bolsa de las sociedades.

PARTE II. HEDGE FUNDS.

Hedge Funds, una alternativa de inversión al Capital Riesgo.

Los fondos de protección o de cobertura, mejor conocidos como Hedge Funds, (en adelante se obviará la traducción, pues no es precisa en todos los aspectos de los Hedge Funds), son las alternativas de inversión que compiten con los fondos de capital riesgo en la captación de capitales. Por lo que analizar al Capital Riesgo dejando de lado el análisis de los Hedge Funds, es simplemente leer a Couture y dejar de lado a Osorio.

Una primera definición de Hedge Fund, un tanto aventurada, pues no existe un concepto consolidado, sería la de considerarlo como un vehículo de inversión colectiva cuyos administradores pueden comprar y vender todo tipo de activos, y participar sustancialmente en las ganancias del dinero invertido. Su principal diferencia con los fondos de Capital Riesgo es que destinan su inversión en activos con un alto grado de liquidez, el cual es muy superior sobre los que invierte el Capital Riesgo; tal es la situación, que es normal que los Hedge Funds inviertan en fondos de Capital Riesgo. Son conocidos finalmente como sociedades privadas de inversión.

Breve análisis histórico de los Hedge Funds.

La primera estructura de un Hedge Fund fue constituida en 1949 por Alfred W. Jones, lo hizo solicitando préstamos (mediante apalancamiento) para incrementar sus participaciones en sociedades que cotizaban, al mismo tiempo que añadía un portafolio de pequeñas acciones en un fondo de inversión con una estructura de comisiones por incentivos. El término Hedge Fund, se utilizó por primera vez en 1966 en un artículo de la revista Forbes donde se analizaba la estructura de inversión de Alfred Jones; se destacaba la habilidad de Jones para captar dinero sin incurrir en obligaciones legales a las que se veían sometidos otros fondos, además que la tasa de rentabilidad de las inversiones, las cuales eran realizadas de una forma nada tradicional, superaba en casi el doble a los fondos tradicionales.

A raíz de dicho artículo surgieron numerosos fondos, que se han desarrollado hasta la actualidad, en la que existen aproximadamente más de 500 Hedge Funds¹⁷. No obstante, se ha demostrado que tras cada crisis financiera, y como consecuencia de las inversiones de alto riesgo que realizan los Hedge Funds, sumado a las constantes variables de los mercados de valores, dichos fondos crecen y desaparecen constantemente.

Introducción al estudio de los Hedge Funds.

Los Hedge Funds participan en los mercados financieros como especuladores¹⁸, asumiendo un rol muy particular pero que a su vez es fundamental. Se constituyen como una fuente de liquidez del mercado, reduciendo al mismo tiempo el riesgo sistemático de las inversiones en las que no están involucrados. En este sentido, los fondos suelen asumir riesgos mediante su actuación como contraparte de aquellas sociedades o proyectos que buscan financiamiento, participando en mercados de alto riesgo donde las tasas de interés son sumamente altas, y que ante la inmersión de los Hedge Funds (en esos mercados), al existir competencia, reduce los costos de los instrumentos financieros, y por lo tanto incrementan la liquidez en los mercados en los que se encuentran involucrados.

Su participación por lo tanto en los mercados financieros es de gran relevancia para evitar que se amplíen los márgenes de precios de los instrumentos financieros, además de fomentar la eficiencia en la valoración de los niveles de riesgo y la obtención de la tan deseada liquidez financiera. En atención a ello, constituyen un elemento esencial para la **diversificación de un portafolio de inversión**, ello en ocasión de la correlación que pueden tener con las inversiones que vienen generadas del rendimiento de muchos fondos, que realizan inversiones tradicionales enfocadas únicamente a negociación de acciones y bonos, inversiones de muy bajo riesgo que no resulta atractiva para los Hedge Funds.

Utilizando este tipo de vehículo de inversión desaparece la necesidad de atender la situación global de los mercados, pues los fondos no dependen de los datos que los mercados

¹⁷ Datos obtenidos de la base de datos de la Revista Forbes; han sido actualizados hasta diciembre de 2006

¹⁸ En el argot Financiero, se les conoce como “Risk Seekers” que significa, buscadores de riesgos.

reflejan para realizar sus inversiones (más si para desinvertir), pues normalmente se fundamentan en datos de carácter enteramente especulativo.

Los Hedge Funds normalmente se encuentran en territorios de escasa regulación interna, que no presentan restricciones sobre los instrumentos financieros en los que puede operar o sobre las estrategias que puede utilizar, ya que puede comprar, vender, solicitar préstamos, vender todo tipo de instrumentos financieros que se les presenten desde acciones cotizadas hasta acciones negociadas en escala privada, derivados (p.e. opciones o futuros) que se encuentren listados o no; se pueden aprovechar de situaciones cambiarias y negociar sobre la especulación del incremento en el cambio de monedas, tasas de interés, valores de sociedades en circunstancias ajenas al mercado, instrumentos de deuda pública, entre otros, es decir, son un todo terreno.

El hecho de que el ámbito de operación de estos fondos sea mucho menos regulado y a la vez poco transparente al que se encuentra cualquier otro vehículo de inversión, permite la posibilidad de hacer dinero en todo tipo de mercados, por ello es latente que el riesgo que se corre es superior a cualquier otra inversión. Por lo que los Hedge Funds que son sobresalientes, se han desarrollado extremadamente bien, logrando mayores beneficios que cualquier capital de inversión a través de su existencia.

Los administradores (hablamos de los gerentes o managers) de los Hedge Funds buscan identificar las lagunas que puedan existir en los mercados financieros y aprovecharse de ellas antes que cualquier otro. El objetivo al final es adherir valor al mercado utilizando su habilidad en la identificación de los negocios que generaran mayor impacto en los movimientos de precios. Al final la rentabilidad que esperan los Hedge Funds no son consecuencias de la aparición de mercados emergentes o cualquier “boom” financiero, son el resultado de la habilidad de sus administradores de encontrar dichas posibilidades antes de que surjan.

El razonamiento que realizan al momento de ejecutar la inversión puede ser contrario a todo lo que se esté ejecutando en el mercado, y por ello si el valor del portafolio de inversión se mantiene relativamente estable durante fases bajas del ciclo inversor (p.e. crisis inmobiliaria

actual), inclusive si existe un desfase de hasta el 20% de la inversión, normalmente sucede que entra un cambio en el mercado que permite, pese a cualquier condición, obtener la rentabilidad esperada de la inversión. En el mercado ordinario si existe una caída del 50% los inversores necesitarían doblar su inversión para volver al lugar donde se encontraban antes de la caída, en cambio las inversiones a largo plazo de los Hedge Funds, cuando el mercado se recupere obtendrán un mayor beneficio prácticamente sin mover un dedo, pues éstos fondos benefician las inversiones tradicionales de los portafolios de inversión ya que proveen mayores retornos y menor volatilidad, aparejado al beneficio de una limitada correlación de inversión (por razones de la diversificación).

El Factor Riesgo para los Hedge Funds.

Existen riesgos particulares que se encuentran asociados a las inversiones realizadas por los Hedge Funds que han alejado a numerosos inversores o especuladores de su utilización, pues las estrategias de inversión son mucho más complejas que los fondos tradicionales. Además, el hecho haber tenido éxito en inversiones mediante fondos normales no es garantía para la inversión en un Hedge Fund, pues existen casos de fondos de Capital Riesgo que han realizado sus inversiones con el modelo de los Hedge Funds y sus resultados no han sido los esperados, pues en este tipo de inversiones se requiere el conocimiento para controlar los riesgos a la baja y dicho control es una habilidad que no todos poseen, pues manejar las inversiones a corto no es justamente lo opuesto de manejar las inversiones a largo plazo: si a corto plazo la inversión va mal, afecta de mayor medida al portafolio si por el contrario lo que hubiera salido mal es la inversión a largo plazo el portafolio difícilmente nota una disminución de su activo. Esto quiere decir que un riguroso control de riesgos y cortar pérdidas en los momentos adecuados son cruciales en el manejo de los Hedge Funds.

Otros factores de riesgo que conlleva la realización de las inversiones consiste en la falta de confidencialidad o transparencia que hace difícil determinar exactamente como se administra el valor y la capacidad en las inversiones, puesto que hay que mencionar que el

administrador del fondo recibe comisiones muy cuantitativas por las inversiones que se realizan.

Los Hedge Funds muchas veces no coinciden en el grado de riesgo que están dispuestos a soportar y las estrategias de inversión pueden variar enormemente de un fondo a otro, algunos utilizan apalancamiento e inversiones en derivados, mientras otros son más conservadores y emplean muy poco o nada de inversiones con apalancamiento. Las estrategias de inversión pueden estar orientadas a ser direccionales (anticipando los movimientos del mercado) o neutrales (tienen poca correlación con el movimiento general de los mercados).

El riesgo de fracaso de un Hedge Fund en inversiones individuales es sumamente alta, pero lo es también en las inversiones de capitales; el riesgo de tener solamente una acción de una sociedad que cotice, es de por sí alto, pero la advertencia que se debe realizar es que la mejor alternativa es diversificar el riesgo y mantener un portafolio de inversión que acumule numerosas sociedades.

Si fuera así de fácil seguramente el libro “El hombre más rico de Babilonia” no sería un “best seller”, el análisis de administración y estrategias de los Hedge Funds requiere tanto de análisis cuantitativos y cualitativos que determinen los índices históricos que ha tenido la inversión a realizar, lo que significa mucho tiempo y sobre todo mucho dinero. Para aquellos que carecen de experiencia en el manejo de dichos fondos, es una tarea un tanto desalentadora al principio, sumado a que el número de inversores que participan en este tipo de fondos es reducido, pues son fondos de carácter muy privado (no exclusivo), que una vez alcanzan el capital deseado para cometer inversiones, no buscan más socios.

La mayor parte de las dificultades de seleccionar un portafolio para los Hedge Funds puede reducirse mediante la utilización de expertos para seleccionar los mejores administradores, los cuales elaboran las estrategias que derivan en una excelente cartera de inversión, en otras palabras, la ruta más fácil de iniciar este tipo de fondos, es la utilización de un fondo que este participado por otros Hedge Funds, los cuales suelen ser sociedades muy cerradas que invierten en otros Hedge Funds además de vehículos de inversión como lo suelen

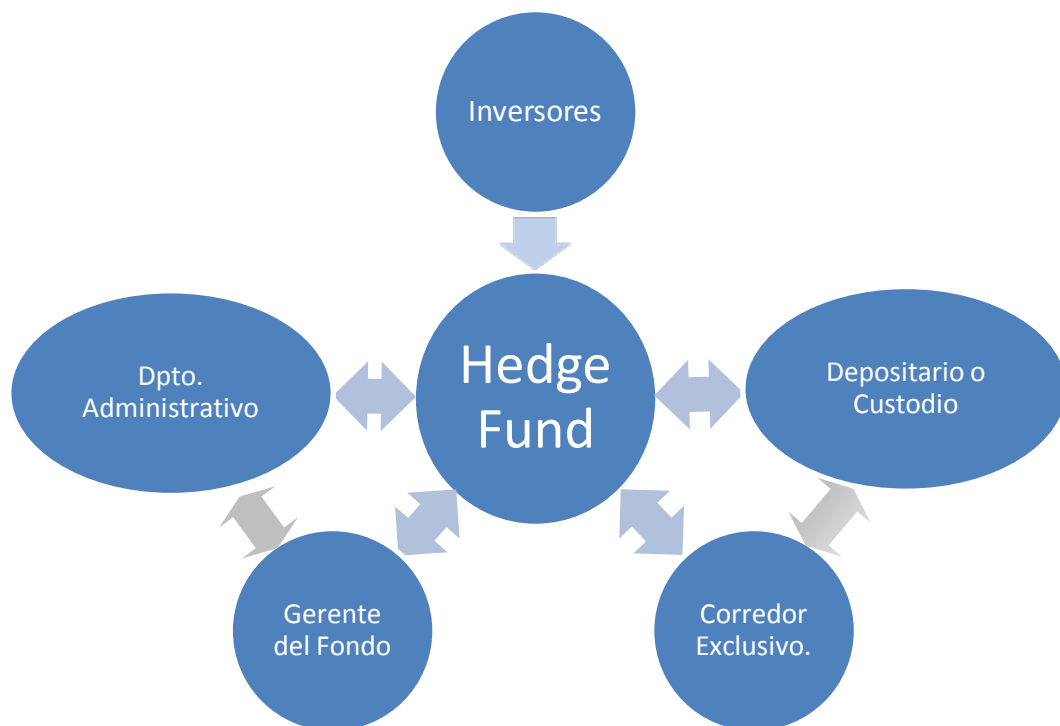
ser los Capital Riesgo. Estos fondos de fondos buscan la diversificación de sus activos en términos generalmente geográficos y de segmentos de actividad, lo que garantiza una inversión con tasas de retorno más estables. Finalmente, este tipo de fondo al que denominaremos “Omni Hedge Fund”, acapara aproximadamente una tercera parte de las inversiones realizadas por los Hedge Funds ordinarios, aclarando que son éstos últimos los que normalmente invierten en mercados emergentes.

Estructura y Originalidad de los Hedge Funds.

La estructura de este tipo de fondos no es complicada y está conformada de la siguiente manera:

- Inversores
- Departamento administrativo del fondo,
- Depositario del fondo,
- Gerente del fondo.
- Corredores exclusivos del fondo (a discreción del fondo).

Dicha conformación se encuentra interrelacionada de la siguiente manera:



En esta estructura el fondo normalmente adquiere la forma de una sociedad, cuyas decisiones sobre las inversiones a realizar recaen sobre el gerente del fondo, el cual puede apoyarse en el corredor exclusivo para sondear el mercado. El departamento administrativo gestiona lo relativo al análisis de riesgos, los servicios a los inversores en materias operativas (proveen reportes de inversión), además de llevar la contabilidad del fondo. Una vez se ha decidido la inversión a realizar se retira del depositario el tipo de activo que se necesite para acometer la inversión y así concretar el proceso.

Estrategias de Inversión de los Hedge Funds.

Las estrategias de inversión pueden ser tan diversas que cada una podría adquirir una denominación propia. Pero en el desarrollo de las actividades de inversión y por materias de regulación interna de los mercados de capitales, se han establecido las diversas estrategias:

- **Mercado Neutral.** Son estrategias que usualmente involucran riesgos menores que las estrategias direccionales, y se catalogan en:
 - *Arbitraje Financiero.* Consiste en la oferta de un determinado producto de inversión a distintas partes, obteniendo lucro de la diferencia entre las ofertas. Los fondos que desarrollan esta estrategia orientan sus inversiones en la obtención o bien de retornos estáticos (el valor del producto de inversión más el interés de la venta menos el dividendo que pueda tener el producto) y de retornos volátiles (generado por ajustes de corto plazo tendientes a cubrir la diferencia entre el valor de los productos financieros)
 - *Mercado Neutral de Capital.* Estrategia que explota las ineficiencias de los mercados que involucra inversiones a corto y largo plazo en carteras similares en un mismo territorio o territorios muy cercanos.
- **Basada en Eventos.** Son estrategias diseñadas para capturar los movimientos de precio generados por determinados eventos corporativos como en el caso de fusiones, reestructuración, quiebra y liquidación de sociedades.

- **Direccionales.** Son aquellas que tienen un gran nivel de riesgo y dependen de grandes movimientos en los mercados. Tienen la subdivisión siguiente:
 - *Fondos Macro.* Desarrolla su estrategia basados en las tendencias de los mercados, específicamente en opciones y futuros.
 - *Inversiones con Capital a corto/largo.* Dirigen el capital a la inversión combinada tanto a largo como a corto plazo en diversas partes de los mercados, alejándose totalmente de un mercado neutral.
 - *Mercados Emergentes*¹⁹. Involucra las inversiones en mercados emergentes que tienden a tener un alto grado de inflación y un volátil crecimiento. Esta estrategia no se regula con base a términos de corto o largo plazo, sino dependiendo del desarrollo del mercado emergente.
 - *Gestión de futuros*²⁰. Se realizan inversiones sobre listados de mercados financieros y de mercancías, además de realizarlas inversiones en situaciones cambiarias.
- **Estrategias multilaterales.** En virtud de la característica de los fondos en su habilidad para encontrar el movimiento dinámico del capital entre un sin número de estrategias, las estrategias multilaterales es la mezcla de cualquier tipo de estrategia financiera, de hecho, esta estrategia, si se puede llamar así, ha sido muy popular en los últimos años, y puede ser considerada por algunos como la “anti-estrategia”.

Principales características de los Hedge Funds.

- Son ajenos a la mayoría de protección de las inversiones y de los deberes de información requeridos para los fondos de inversión ordinarios, debido a que la mayoría de los Hedge Funds están domiciliados en paraísos fiscales o en jurisdicciones sujetas a una regulación limitada²¹ para este tipo de operaciones.

¹⁹ Este tipo de inversiones pueden ser realizadas en mercados latinoamericanos por ejemplo, y lograrían desarrollar muchos proyectos en un primer momento de índole industrial.

²⁰ Ídem.

²¹ Países con poco nivel de desarrollo en este tipo de inversiones puede ser muy atractivo en sus inicios para el establecimiento de fondos de este tipo en virtud a la facilidad de movimiento que tendrían los capitales.

Los gerentes de los Hedge Funds, se mueven en entornos no regulados en los que cuentan con amplios márgenes de acción, y se encuentran limitados únicamente por las políticas internas que son determinadas por ellos mismos de manera conjunta con el fondo, ya que las restricciones externas son casi inexistentes.

- Flexibilidad en la realización de inversiones, pues pueden usar todo tipo de instrumentos financieros para asegurar su rentabilidad. Como regla general, los Hedge Funds no se limitan a realizar inversiones en una clase específica de activos, intervienen en todos los mercados de negociación de valores, por lo que invierten en todo aquello que sea de fácil transferibilidad y que prometa la obtención de beneficios. Las decisiones de inversión pocas veces presentan restricciones debido a la necesidad de diversificación en el movimiento del capital, pero un ejemplo de restricción podría ser la geográfica en algunos casos.
- Amplia dispersión en los retornos de las inversiones, volatilidad y riesgo. Estos fondos esperan entregar resultados absolutamente favorables con respecto a las condiciones de retorno de los mercados. En períodos cortos de tiempo los Hedge Funds obtienen un retorno favorable el cual es independiente de los índices de referencia que puedan señalar los mercados.
- Vinculación de una compensación de acuerdo al desempeño de sus gerentes, dicha compensación es basada en un porcentaje de participación en las ganancias de capital del fondo. Ello sumado a que los gerentes de los fondos a menudo son inversores de los mismos fondos de los que son gerentes, dicha práctica debe orientarse en la alineación de los intereses propios con los de los demás inversores, ya que se proporciona un incentivo adicional para el gerente, que lo aleja de adoptar estrategias de inversión excesivamente arriesgadas. Dichos incentivos generalmente consisten en honorarios relacionados con la gestión del fondo, siendo más específico, la participación en las ganancias de capital se determina mediante un porcentaje anual del valor de los activos netos del fondo y adicionalmente una comisión en función de los retornos obtenidos en

ese período (aunque si hubieron pérdidas y las ganancias solamente marcan una recuperación, pues no habría lugar a mayores incentivos).

Diferencias entre los Fondos de Capital Riesgo y los Hedge Funds.

Elementos	Capital Riesgo	Hedge Funds
Duración	<i>Usualmente de 10-12 años</i>	<i>Ilimitada</i>
Tipo de inversión	<i>Ilíquida</i>	<i>Bastante líquidas</i>
Liquidez del Inversor.	<i>Generalmente el fondo se cierra una vez se alcanza el capital deseado.</i>	<i>Es un fondo abierto que permite aportaciones periódicas de capital.</i>
Aportaciones de Capital	<i>Se basará de acuerdo al capital establecido que se suscribirá en la constitución del fondo</i>	<i>Debe de estar desembolsado el 100% del capital al momento de suscribirlo</i>
Manejo de Comisiones.	<i>De acuerdo a lo establecido en los estatutos o acuerdos parasociales</i>	<i>Se basan en el valor neto del activo</i>
Compensaciones basadas en desempeño	<i>Se otorgan dependiendo del interés obtenido por las inversiones</i>	<i>Toman la forma de incentivos anuales al cumplimiento de metas de inversión.</i>

A manera de conclusión.

Es importante destacar que tanto los fondos de Capital Riesgo y los Hedge Funds, han ido desarrollándose constantemente con el paso de los años, y numerosos países se han visto beneficiados con ese desarrollo, para muestra un botón: Singapur y de una manera reciente Israel.

Este trabajo desarrolla las herramientas que dentro del Derecho Financiero representa el Capital Riesgo y los Hedge Funds, los cuales cuentan con una actualidad latente, a la vez que pretende fomentar el estudio de los dos principales vehículos financieros que han mantenido a flote los mercados durante los últimos años.

Realizar un análisis como el que consta en éstas páginas, debe generar el interés de romper moldes antiguos que no permiten el avance de una cultura jurídica moderna. Es el momento de recordar, como alguna vez se tuvo que aprender, que el derecho está íntimamente relacionado con otras ciencias como lo son la economía y las finanzas, que la raíz de todo el Derecho Mercantil, deviene de la evolución de la economía y del comercio antes que los códigos.

Es cada vez más necesario que los abogados conozcan que existen nuevas herramientas para obtener financiación y que dichas herramientas pueden ser desarrolladas a través de la evolución de los contratos de antaño. Tenemos también acceso a una nueva gama de contratos mercantiles que pueden innovar la estructura de los negocios de nuestros clientes, pues al final son los principales destinatarios de nuestro conocimiento.

En el esquema de un análisis económico del Derecho, el trabajo marca una faceta de lo que se denominó en su momento como “workable competition”, ya que la realidad competitiva se distancia con frecuencia, y de manera substancial, de la teoría de la competencia pura y perfecta que suele servir de base de numerosos estudios económicos.

Espero que con este trabajo se logre despertar la curiosidad por nuevas instituciones del derecho, las cuales con mucho trabajo y esfuerzo pueden ser adaptadas a nuestros mercados y a nuestra sociedad

ALACDE “Research Paper”

Manejando el Capital Riesgo y los Hedge Funds.

HT

Bibliografía.

- “El contrato de compraventa de empresa”, Luis Hernando Cebriá, Editorial: Librería Tirant lo Blanch, Valencia 2005.
- “Handbook of law and economics”, Mitchell A. Polinsky, Editorial: North Holland, Amsterdam 2007
- “Introducción al Derecho de la Competencia”, Paul Nihoul, Traducción de Andrés Aguayo, Editorial: Departamento de Publicaciones de la Universidad Externado de Colombia, Bogotá 2005.
- “Private Equity”, Chirs Hale, Editorial: Globe Business Publishing Ltd., 2007.
- “Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century”, Eilís Ferran and Charles A. W. Goodhart, Editorial: Hart Publishing, Portland 2001

ÍNDICE

	PÁG.
Introducción	2
Los 4 Conceptos.....	4
PARTE I. CAPITAL RIESGO.	
Antecedentes del Capital Riesgo.....	5
¿Cómo trabaja el Capital Riesgo?	
Relación de los inversores y la estructura de los Fondos de Capital Riesgo.....	6
Notas del Capital Riesgo.....	11
Operaciones de Capital Riesgo.....	13
Management Buy Out	16
Estructura contractual de una operación de Capital Riesgo.....	24
PARTE II. HEDGE FUNDS.	
Hedge Funds, una alternativa de inversión al Capital Riesgo.....	31
Breve análisis histórico de los Hedge Funds.....	31
Introducción al estudio de los Hedge Funds.....	32
El factor riesgo para los Hedge Funds.....	34
Estructura y originalidad de los Hedge Funds.....	36
Estrategias de inversión de los Hedge Funds.....	37
Principales características de los Hedge Funds.....	38
Diferencias entre los Fondos de Capital Riesgo y los Hedge Funds.....	40
A manera de conclusión.....	41
Bibliografía.....	42