

Obstáculos para las Inversiones de Capital de Riesgo en Argentina, Brasil, Chile, El Salvador y México

Por Morrison & Foerster LLP



Fondo
Multilateral
de Inversiones

Banco Interamericano
de Desarrollo

1300 New York Ave., NW
Washington, DC 20577

www.iadb.org/mif

Morrison & Foerster es un bufete jurídico internacional con aproximadamente 1.000 abogados y 18 oficinas en todo el mundo. La práctica para América Latina de la firma cubre muchas áreas, que incluyen el capital privado accionario y de riesgo, compañías en desarrollo, financiamiento de proyectos, telecomunicaciones y operaciones de los mercados de capitales. Una serie de abogados de Morrison & Foerster hablan el español y el portugués con fluidez y están familiarizados con los entornos empresariales, económicos y regulatorios de varios países de América Latina, entre ellos Argentina, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Perú, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

El Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) fue creado en 1993 para impulsar el desarrollo del sector privado en América Latina y el Caribe, con especial énfasis en micro y pequeñas empresas. En asociación con gobiernos, organizaciones empresariales y ONGs, el FOMIN provee recursos no reembolsables de asistencia técnica y realiza inversiones para apoyar reformas económicas, mejorar la cualificación de la fuerza laboral e incrementar la participación de las pequeñas empresas en la economía. Apoyar nuevos enfoques para el desarrollo del sector privado y compartir las lecciones aprendidas, son objetivos centrales de la misión del FOMIN. El siguiente documento forma parte de una serie de informes independientes que analizan las necesidades actuales para el desarrollo del sector privado.

Estimados lectores:

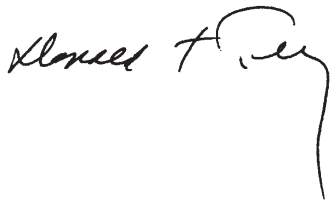
Me complace presentarles este Informe en el que se analiza cómo los marcos legales y regulatorios vigentes en Argentina, Brasil, Chile, El Salvador y México influyen sobre el flujo de capitales privados y de riesgo hacia la pequeña y mediana empresa (PyMEs).

La inversión de riesgo en América Latina ha crecido durante los últimos cinco años. Sin embargo, las sociedades gerentes de fondos que operan en la región están enfrentado limitaciones en los marcos legales y regulatorios que pueden disuadir este tipo de inversión. Aunque los factores macroeconómicos y de mercado son fundamentales a la hora de invertir, los marcos legales también tienen un impacto significativo. Existe una necesidad de continuar con las reformas si la inversión de riesgo ha de seguir creciendo.

Los intermediarios especializados y los sistemas legales e impositivos favorables han alentado el crecimiento del capital privado en muchas economías desarrolladas. Los países que quieran atraer capitales extranjeros, en particular al sector de las PyMEs, deben asegurarse de que sus respectivos marcos legales son lo suficientemente atractivos como para captar inversiones.

Este informe esboza una serie de actuaciones en los marcos legales que contribuirían a promover la financiación con capital riesgo a las PyMEs de Latinoamérica y el Caribe. El informe fue realizado conjuntamente por Morrison & Foerster LLP y el Banco Interamericano de Desarrollo / Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN). Mediante la publicación del informe, el FOMIN espera generar más interés para adoptar medidas que estimulen la innovación y el crecimiento económico.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Donald F. Terry". The signature is fluid and cursive, with a long, thin vertical stroke extending downwards from the end of the name.

Donald F. Terry
Gerente, Fondo Multilateral de Inversiones

Obstáculos para las Inversiones de Capital de Riesgo en Argentina, Brasil, Chile, El Salvador y México

Por Morrison & Foerster LLP*

con la colaboración de

Creel, García-Cuéllar y Muggenburg (México)
Delgado & Cevallos (El Salvador)
Guerrero, Olivos, Novoa, y Errázuriz Ltda. (Chile)
Levy & Salomao Advogados (Brasil)
Morrison & Foerster LLP (Argentina)

* Los principales autores del informe (en versión original en inglés) son: Rafael Hernández Mayoral/ Washington D.C. (rhernandezmayoral@mof.com) y George A. Baptista/ Buenos Aires (gbaptista@mof.com) con la asistencia de Frederick E. Jenney/ Washington D.C. (fjenney@mof.com) y Jacqueline I. Cisneros/ Washington D.C. (jcisneros@mof.com)

INDICE

I. INTRODUCCIÓN	1
A. Metodología	2
B. Organización	3
II. RESUMEN DE LOS PROBLEMAS EXISTENTES	4
A. Obstáculos Regulatorios	4
B. Limitaciones a las Estructuras de Inversión	4
C. Falta de Conformidad Contable	4
D. Gobernabilidad Empresarial y Derechos de los Accionistas Minoritarios	4
E. Pasivos Contingentes	4
F. Renuncia a los Derechos de Preferencia	4
G. Derecho a Voto	5
H. Legislación Relativa a los Fondos Comunes de Inversión	5
I. Bolsas de Comercio Locales	5
J. Legislación Restrictiva con Respecto a los Fondos de Pensión	5
III. PROBLEMAS Y BARRERAS LEGALES RELACIONADOS CON LA INVERSIÓN DE CAPITAL DE RIESGO	7
A. Protección de los Accionistas Minoritarios	7
B. Derechos de Rescate	7
C. Votos	8
D. Estructuras de Capital: Planes de Opción de Compra de Acciones y Bonos de Suscripción de Acciones	9
E. Obstáculos Regulatorios	10
F. Fideicomisos y Sociedades Controlantes Extranjeras	11
G. Aspectos Impositivos	12
IV. ESTRATEGIAS DE SALIDA	14
A. IPOs	16
B. Ventas Tipo Trade Sale	16
C. Opciones de Venta	17
V. POSIBLES ENFOQUES PARA SUPERAR LOS PROBLEMAS EXISTENTES	18
A. Modificación de la Legislación Existente	18
B. Dictado de Nuevas Leyes	18
C. Codificación de Derechos Contractuales	19
D. Agilización del Proceso Judicial	19
E. Organismos Administrativos Especializados	19
VI. CONCLUSIONES	21

I. INTRODUCCIÓN

En el presente informe se analizan diversos aspectos de los marcos legales y regulatorios vigentes en Argentina, Brasil, Chile, El Salvador y México que afectan el flujo de capitales privados y de riesgo hacia la pequeña y mediana empresa (“PyMEs”). La expresión “capital de riesgo” o “capital privado”¹ hace referencia a inversiones en condiciones de mercado efectuadas por terceros en empresas que presentan un perfil de alto riesgo, en virtud de factores tales como la falta de antecedentes operativos o de un mercado comprobado para sus bienes y servicios².

La inversión de capitales de riesgo es una forma de intermediación financiera a través de la cual las empresas obtienen financiamiento principalmente de fondos de inversión, que a su vez son financiados por inversores que pretenden obtener un alto retorno sobre su inversión. El mayor conjunto o pool de capital de riesgo en América Latina lo forman actualmente fondos de inversión privados, igual que en Estados Unidos, Europa y Asia. Un estudio realizado por la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal sugiere que:

Debido a la falta de información sobre las empresas que realizan emisiones de capital privado, los inversores externos deben realizar importantes tareas de auditoría (“due diligence”) y control posterior a la inversión. No es posible realizar estas actividades de manera eficiente si el capital está distribuido entre muchos inversores; por consiguiente, la mayor parte del capital externo se encuentra en poder de intermediarios de capitales privados.³

La mayoría de las sociedades gerentes de fondos de inversión obtienen capital principalmente a partir de fondos de pensión y compañías de seguro que invierten miles de millones de dólares en distintos tipos de inversiones. También existen grandes entidades financieras, como The Chase Manhattan Bank y Citibank, que poseen divisiones especiales dedicadas a la inversión de capital. La clave para comprender la influencia del marco legal sobre los capitales de riesgo es considerar el tema desde la perspectiva de las principales actividades que las sociedades gerentes de fondos de inversión realizan para sus inversores: (1) generación de negocios, (2) due diligence, (3) estructuración de la inversión, y (4) gerenciamiento de inversiones existentes.

La inversión de capitales de riesgo en los países considerados y en América Latina en general es de origen reciente. EE.UU. fue el primer país donde el capital de riesgo se convirtió en una industria especializada. Si bien esta actividad había existido durante décadas, la industria experimentó un fuerte impulso en la década del 80, con la proliferación de sociedades (“limited partnerships”) que invertían en nuevos emprendimientos en el terreno de la tecnología. Desde entonces y hasta la fecha, el capital privado representa una importante fuente de financiación para las nuevas empresas en EE.UU. El interés de los fondos de capital de este tipo en América Latina comenzó a principios de la década del 90 y creció de manera exponencial durante la última mitad de dicha década. Actualmente existen más de 50 fondos cuya inversión total casi supera los 20.000 millones de dólares.⁴

El aumento de la inversión de riesgo en América Latina en los últimos cinco años es producto del crecimiento económico de la región y un voto de confianza para las políticas y reformas impuestas por los gobiernos locales. Sin embargo, las sociedades gerentes de fondos que operan en la región han enfrentado limitaciones en los marcos legales y regulatorios locales. Dichas limitaciones han tenido el efecto no deseado de desalentar las inversiones de riesgo, y son un claro ejemplo de la necesidad de continuar con las reformas a fin de que este tipo de inversiones siga creciendo en América Latina. Los obstáculos existentes afectan la capacidad de las sociedades gerentes de invertir las cifras comprometidas por sus propios inversores, e influyen en todas las etapas de la

¹ Las expresiones “capital de riesgo” y “capital privado” se utilizan indistintamente en el presente informe, aun cuando ciertos gerentes de fondos consideran que el capital privado lo constituyen inversiones en una etapa posterior y no necesariamente el capital de riesgo. Como otros autores, consideramos a las inversiones de riesgo como un segmento del capital privado, y consideramos que ambas entran en la categoría de “capital de riesgo” (risk capital).

² Los familiares y amigos de pequeños empresarios realizan inversiones de capital de riesgo, pero sus decisiones de inversión se ven motivadas por su relación con el empresario además de las posibles ganancias. Los inversores estratégicos también son inversores de riesgo, pero pueden verse impulsados por factores distintos del retorno sobre la inversión. En opinión de numerosos actores del mercado, los así llamados “angel investments” no constituyen un factor significativo en las inversiones de capital de riesgo en América Latina.

³ George W. Fenn, Nellie Liang y Stephen Prowse, “The Economics of the Private Equity Market”, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, 168 Staff Study (1995): 43.

⁴ Latin Finance estimó dicha cifra en 19.200 millones a fines de 1999. Véase Paul Kilby, “Heading for the Exits”, Latin Finance (Mayo de 1999): 31. El cálculo estimado para el 2000 es de 5.000 millones.

inversión de capitales de riesgo. En Brasil y Argentina, por ejemplo, y en varias etapas en los demás países analizados, los pasivos contingentes (como por ej., impuestos vencidos, cargas sociales y obligaciones ambientales) suelen ser un problema en el due diligence y en la valuación de las empresas. La prohibición contra el rescate de acciones o la incertidumbre con respecto a la validez de los bonos de suscripción de acciones limita o encarece el rango de estructuras disponibles para realizar inversiones en esos países. En algunos países, no existen las protecciones contractuales estándares típicas de la industria de capitales de riesgo. Por ejemplo, en México no se permiten los acuerdos de sindicación de acciones. Más aún, incluso en los casos en que no existe una prohibición legal respecto de un mecanismo contractual, persisten los graves problemas de “exigibilidad” de derechos contractuales clave y la protección legal de los derechos de los accionistas minoritarios. La suma de limitaciones, prohibiciones y restricciones desalienta a los inversores. Como se analiza a lo largo del presente informe, las limitaciones al ingreso de capitales en general tienen un enorme efecto negativo sobre la inversión en las PyMEs.

Si bien los factores macroeconómicos y de mercado son fundamentales, los marcos legales en sí mismos tienen un impacto muy importante sobre las inversiones de riesgo. La creación del vehículo “limited partnership” en EE.UU. y ciertas modificaciones en las leyes impositivas han sido un factor fundamental en el crecimiento exponencial del capital privado en ese país⁵. Por consiguiente, los países que deseen atraer capitales extranjeros en general y especialmente hacia las PyMEs deberán estudiar la necesidad de realizar modificaciones en sus respectivos marcos legales.

A. Metodología

Se ha empleado una metodología clara y directa para identificar los defectos en los marcos legales y regulatorios que afectan a las inversiones de riesgo. Cuatro estudios jurídicos locales, además de la oficina de Morrison & Foerster en Buenos Aires, analizaron (en carácter de trabajo Pro Bono) la legislación de sus respectivos países y compartieron con nosotros su visión del tema, a través de detallados informes (los “Informes por País”). Los estudios intervinientes fueron: (1) Levy & Salomao (Brasil), (2) Guerrero, Olivos, Novoa y Errázuriz Ltda. (Chile), (3) Delgado & Cevallos (El Salvador) y (4) Creel, García-Cuellar y Muggenburg (México). Cada uno de dichos estudios también realizaron talleres en sus respectivos países, a los cuales asistieron gerentes de fondos, funcionarios del gobierno, y profesionales locales interesados en el tema. Además, se contó con la ayuda del Fondo de Inversiones Multilaterales y el Banco Multisectorial de Inversiones. También se entrevistó a gerentes de fondos y otros profesionales de la industria de la región. La información obtenida de los Informes por País y los talleres se utilizó para identificar temas comunes y posibles enfoques para hallar soluciones a los problemas identificados.

B. Organización

En la Sección II de este informe se presenta un resumen de los principales hallazgos de los Informes por País, los talleres y entrevistas. Los resultados son amplios, y abarcan temas relativos a las leyes empresariales e impositivas y a la normativa de las bolsas de comercio de cada país. Muchos de los problemas son comunes a la mayoría de los países analizados, mientras que otros son más específicos. A fin de facilitar la revisión de los problemas por país se adjunta una tabla comparativa como Anexo I.

En la Sección III se incluye un análisis en mayor profundidad de los temas que la mayoría de los involucrados consideran clave a la hora de modificar las normas legales a fin de estimular la inversión privada. Estos temas tienen que ver con la estructuración de las inversiones, especialmente la prohibición de facto respecto de los planes de opción de compra de acciones y la emisión de bonos de suscripción de acciones. En dicha sección también se analizan aspectos considerados negativos respecto de los inversores minoritarios.

En la Sección IV se analizan cuestiones legales relativas a las estrategias de salida de capitales de riesgo. A diferencia de los puntos considerados en la Sección III, las cuestiones legales referidas a los mecanismos de salida tienen más que ver con la exigibilidad contractual que con las limitaciones legales en sí mismas. Finalmente, en la Sección V se sugieren diversos enfoques posibles para superar los obstáculos legales señalados en las Secciones III y IV.

⁵ Véase “Venture Capital in OECD Countries”, Organización de Cooperación y Desarrollo Económico No. 63 (febrero de 1996): 15.

II. RESÚMEN DE LOS PROBLEMAS EXISTENTES

Los Informes por País y las entrevistas con gerentes de fondos revelan que existe una significativa superposición de los problemas que los inversores de riesgo identifican con los países latinoamericanos. En esta Sección se presenta un resumen de algunos de esos problemas y se identifican aquéllos que se consideran en mayor detalle en la Sección III.

A. Obstáculos Regulatorios.

Los obstáculos a las inversiones extranjeras que se presentan en las leyes y regulaciones latinoamericanas se encuentran fundamentalmente en los controles formales respecto de la entrada y salida de capitales y en las restricciones a la inversión en ciertas industrias. Las respectivas normas se analizan en la Sección III, en base a la información incluida en los Informes por País.

B. Limitaciones a las Estructuras de Inversión.

La falta de flexibilidad en la legislación local para crear ciertos tipos de títulos valores o instrumentos es un problema común a todos estos países. Como se analiza en la Sección III, las leyes impositivas y empresariales presentan fuertes limitaciones a la constitución de planes de opción de compra de acciones y bonos de suscripción de acciones, y limitan la cantidad de alternativas económicamente eficientes para estructurar inversiones de capital de riesgo en los países analizados.

C. Falta de Conformidad Contable.

Tanto los estudios locales como los inversores de capital señalan la dificultad para realizar tareas de due diligence y valuación debido a la forma en que las empresas locales llevan sus libros y registros. Un problema importante lo constituye la falta, en la práctica, de principios contables estandarizados y la incompatibilidad de la práctica local con los principios contables vigentes en EE.UU.

D. Gobernabilidad Empresarial y Derechos de los Accionistas Minoritarios.

Los procedimientos de gobernabilidad empresarial y la existencia y cumplimiento de derechos de los accionistas minoritarios generalmente presentan problemas para los inversores. En particular, la falta de una protección efectiva para los accionistas minoritarios se considera un problema en los cinco países considerados. Este y otros temas se analizan en la Sección III.

E. Pasivos Contingentes.

Los inversores de capital de riesgo en América Latina encuentran dificultades para determinar el valor de los pasivos contingentes al realizar un due diligence. Los Informes por País correspondientes a Argentina y Brasil indican que los pasivos contingentes como impuestos vencidos, cargas sociales y pasivos ambientales constituyen un tema preocupante. En general, a los inversores les preocupa la caracterización o la capacidad de las empresas locales de calcular los pasivos contingentes, en el contexto de adquisiciones en dichos países. Un ejemplo lo constituye el tratamiento de las auditorías impositivas en los cinco países considerados. Las auditorías impositivas no pueden tener carácter determinante, es decir, que las empresas locales no tienen permitido realizar declaraciones respecto del pago de todos sus impuestos a una fecha determinada, aun cuando hayan sido recientemente auditadas por las autoridades locales.

F. Renuncia a los Derechos de Preferencia.

Las leyes de todos los países analizados contemplan y protegen expresamente los derechos de preferencia. Por ejemplo, en Argentina y Brasil existen severas restricciones a las circunstancias en las cuales puede renunciarse a dichos derechos. De acuerdo a las leyes de México, los accionistas no pueden acordar de antemano renunciar a su derecho de suscripción preferencial en el caso de futuras emisiones de acciones. La incertidumbre respecto de la posible renuncia a dichos derechos afecta la capacidad de los inversores de utilizar mecanismos contractuales

comúnmente utilizados en operaciones de este tipo, en virtud de los cuales los accionistas aceptan la obligación de renunciar a sus derechos de preferencia en ciertas circunstancias, o el cambio en el porcentaje de participación accionaria entre los inversores y los demás accionistas. La renuncia a los derechos de preferencia otorga a los inversores una mayor flexibilidad, dado que les permite disminuir o aumentar su participación en la empresa de acuerdo al futuro rendimiento de ésta o de su gerencia, la obtención de financiamiento adicional, y otros hechos de importancia. Por consiguiente, la imposibilidad de obtener dicha renuncia –o la dificultad para obtener la misma– reduce dicha flexibilidad.

G. Derecho a Voto.

En México, los accionistas no pueden obligarse a votar o dejar de votar de cierta forma en el futuro. Ello dificulta la exigibilidad de los convenios de accionistas, a menos que se utilice un vehículo fiduciario, como se analiza en la Sección III.

H. Legislación Relativa a los Fondos Comunes de Inversión.

La legislación relativa a los fondos comunes de inversión en los países considerados es restrictiva, y puede desalentar las inversiones de capital. En Chile, las leyes que establecen los “Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas” (FIDEs) se dictaron con el objeto de canalizar el capital del rico sistema de fondos de pensión de ese país hacia las PyMEs. Sin embargo, estas leyes son demasiado restrictivas en lo que hace a la protección de los fondos de pensión, y no han logrado facilitar el flujo de capitales locales hacia las PyMEs chilenas⁶. Vehículos similares creados en México tuvieron un éxito limitado. Conocidas como Sociedades de Inversión de Capital, son menos restrictivas que las FIDEs, pero igualmente contienen obstáculos para el libre flujo de capitales hacia las PyMEs. Con respecto a los Fondos Emergentes de Brasil, los abogados locales se quejan del tiempo que lleva conseguir la aprobación de un fondo, y de la limitación que representa el tener que informar los activos netos diarios. En Argentina, la falta de una legislación clara y el flojo desempeño de la economía local ha hecho que los fondos de inversión locales no se vuelquen hacia las PyMEs. Finalmente, en El Salvador no existe una legislación que rijan específicamente los fondos de inversión.

I. Bolsas de Comercio Locales.

Las IPOs (ofertas públicas iniciales) en las bolsas locales de los países considerados no han resultado una estrategia de salida viable para los inversores de riesgo. Obviamente, el interés del mercado en las nuevas emisiones es fundamental para el éxito de la bolsa local, pero no ha florecido para las PyMEs. Los actores del mercado brasileño han señalado que prácticamente no existe interés alguno por parte de los inversores locales en nuevas empresas con un perfil de alto riesgo. Lo mejor que puede hacerse desde el punto de vista regulatorio es tener normas que faciliten en lugar de dificultar las posibles ofertas de acciones por parte de las PyMEs.

En Argentina por ejemplo, se han dictado normas que disponen la creación de una nueva sección de cotización para empresas dedicadas a actividades como el comercio electrónico, tecnología de telecomunicaciones, Internet y biotecnología⁷. El objetivo de la nueva ley es facilitar el acceso de estos nuevos emprendimientos a los mercados de capitales. Las exigencias para que estas acciones coticen en bolsa son menores que las que se aplican a las empresas ya establecidas.

J. Legislación Restrictiva con Respecto a los Fondos de Pensión.

Los fondos de pensión latinoamericanos disponen de miles de millones de dólares, que podrían ser una buena fuente de fondos para las inversiones de riesgo y las IPOs en los cinco países considerados. Sin embargo, muchas de las normas en virtud de las cuales se constituyeron estos fondos les impiden invertir en empresas nuevas, y con excepción de Chile, no se ha logrado canalizar el capital de los fondos de pensión hacia las inversiones de capital.

⁶ Las FIDEs no pueden tener una participación minoritaria en las empresas de su cartera, y ningún inversor puede ser titular de más del 25% de los activos de una FIDE.

⁷ El 28 de diciembre de 2000 la Comisión Nacional de Valores de Argentina aprobó la Resolución No. 362/2000.

III. PROBLEMAS Y BARRERAS LEGALES RELACIONADOS CON LA INVERSIÓN DE CAPITAL DE RIESGO

Las sociedades gerentes de fondos de los EE.UU. y Europa están acostumbradas a marcos regulatorios flexibles que brindan una amplia gama de instrumentos legales para estructurar sus inversiones. Por el contrario, los inversores locales y extranjeros que consideran la posibilidad de invertir en empresas latinoamericanas se encuentran con una menor variedad de estructuras legales y de capital y con una menor flexibilidad en las leyes locales. Los Informes por País confirman el sentimiento imperante entre los inversores de riesgo en el sentido de que los marcos legales de los países latinoamericanos no disponen una adecuada variedad de instrumentos legales y la necesaria exigibilidad de los mismos a fin de adaptarse a las estructuras de capital comúnmente utilizadas en las inversiones de capital de riesgo. Los inversores desean replicar, en la medida de lo posible, estructuras que reflejen las prácticas desarrolladas a lo largo de décadas y a través de ciclos completos de inversión. Las leyes empresariales de los países analizados, si bien son desarrolladas, no han sido diseñadas para facilitar la inversión de capitales de riesgo. En la Sección III se destacan algunas de las principales limitaciones legales citadas por los gerentes de fondos y los abogados locales con relación al flujo de capitales privados, incluyendo la ineficaz protección de los intereses de los accionistas minoritarios, la falta de disponibilidad de estructuras de capital, y las trabas regulatorias para el flujo de capitales.

A. Protección de los Accionistas Minoritarios.

Una fuente común de quejas entre los gerentes de fondos es la falta de protección eficaz para los accionistas minoritarios en ciertos países, y la dificultad para hacer cumplir esos derechos cuando tratan de ejercerlos. Tal es la desconfianza respecto de estas protecciones, que ciertos fondos muy grandes se muestran renuentes a realizar cualquier operación con una empresa latinoamericana si la misma no implica la adquisición de una participación mayoritaria.

La mayoría de los abogados y gerentes de fondos locales convienen que los problemas relacionados con los derechos de los accionistas minoritarios se deben en parte al marco legal, pero principalmente a la forma de ejecución de esos derechos en los tribunales locales. De hecho, todos los países analizados incluyen distintos métodos de protección de los accionistas minoritarios en sus códigos de comercio. Por ejemplo, en Brasil, Chile y Argentina, los accionistas minoritarios tienen derecho a votar con relación a ciertas operaciones importantes de la empresa⁸. Asimismo, en cada país, en caso de una decisión contraria al interés de los accionistas minoritarios, existen derechos en virtud de los cuales éstos pueden vender sus acciones a su valor en libros⁹. No existe prácticamente ningún recurso si el valor económico de las acciones es superior a su valor en libros, lo cual disminuye la utilidad de dichas protecciones.

B. Derechos de Rescate.

Un ejemplo concreto de la forma en que las leyes locales relativas a las estructuras de capital pueden desalentar a los inversores extranjeros lo constituyen las restricciones, de grado variable en los distintos países analizados, respecto de la capacidad de las empresas de recomprar sus propias acciones. Dichas restricciones respecto del rescate de acciones limitan la efectividad de las opciones de venta comúnmente incluidas en los convenios de accionistas en las operaciones de capital. En particular, los derechos de opción de venta que se ven afectados son aquéllos (comúnmente solicitados por los inversores) que obligan a la empresa a recomprar las acciones de los inversores a un precio determinado en ciertas circunstancias¹⁰. Además, el rescate es un derecho común de los titulares de acciones preferidas en las financiaciones de capital de riesgo. Los inversores pueden pedir el derecho de obligar a la empresa a rescatar sus acciones luego de cierto tiempo (por lo general, entre cinco y siete años) a una tasa de retorno convenida. Estos derechos, entre otros (por ej., preferencias en caso de liquidación y dividendos) forman parte de los términos de las acciones preferidas que se emiten a favor de los inversores. La

⁸ Dichas operaciones incluyen la fusión, escisión, transferencia de casi todos los activos de la empresa, creación de una clase de acciones con derechos superiores.

⁹ En Brasil es posible comprar las acciones a un valor inferior al valor en libros, si un tasador independiente certifica que el valor económico de las acciones minoritarias es inferior al valor en libros de las mismas.

¹⁰ A diferencia de los derechos de opción de venta entre accionistas, que no son incompatibles con las leyes locales, en el caso mencionado se pueden generar problemas al tratar de exigir el cumplimiento de dichos derechos si los accionistas se niegan a cumplir con dichas disposiciones.

posibilidad de rescate suele ser pedida por inversores que adquieren una participación minoritaria en una empresa, dado que el rescate obligatorio les puede permitir retirar su dinero en caso de que la empresa no tenga una posibilidad real de cotizar en bolsa o ser adquirida. Por consiguiente, la posibilidad de rescate puede brindar más tranquilidad y estrategias de salida a los inversores de capital de riesgo, posibilidad que no se encuentra disponible en los países analizados.

En México, la ley específicamente prohíbe que las empresas vuelvan a comprar sus propias acciones a menos que medie una orden judicial con el objeto de hacer frente a sus obligaciones crediticias. En el caso de rescate, las leyes mexicanas disponen procedimientos y exigencias específicos (por ej., las acciones deben rescatarse ante un escribano público). En El Salvador, el rescate de acciones sólo es posible en virtud de orden judicial, mediante subasta pública o adjudicación, y las acciones deben volver a venderse o la empresa debe reducir su capital en el plazo de tres meses. En Argentina, las empresas sólo pueden rescatar sus acciones en ciertas circunstancias limitadas, por ejemplo, para cancelar acciones antes de una reducción del capital o cuando ello evite un “daño importante” a la empresa, si bien los tribunales locales no han determinado de forma coherente qué constituye un daño importante. Las leyes de Brasil también disponen restricciones, en virtud de las cuales las empresas sólo pueden recomprar sus acciones con utilidades, reservas, o si las acciones se “donan”¹¹. Además, en Brasil, la reducción de capital depende de la existencia de pérdidas que enjugar o si el capital es excesivo, debiendo ser aprobada por la asamblea de accionistas. En Chile, el rescate de acciones se encuentra limitado a situaciones en las cuales los accionistas minoritarios no aprueban un operación significativa para la empresa (por ej., cambio de control, creación de acciones con derechos superiores), en cuyo caso la empresa deberá recomprar las acciones de los accionistas minoritarios¹². La imposibilidad de garantizar que la empresa podrá recomprar sus acciones limita la instrumentación de opciones de venta de acciones. Los inversores pueden reaccionar ante esta incertidumbre buscando alternativas menos favorables para la empresa “target”, tales como poner un cierto porcentaje de sus acciones en una cuenta en garantía (escrow), utilizando empresas controlantes offshore o vehículos fiduciarios (en el caso de México).

C. Votos.

En México, las leyes prohíben los acuerdos entre los accionistas de una S.A. para votar sus acciones en un cierto sentido en el futuro. Como consecuencia, los acuerdos de este tipo normalmente incluidos en los convenios de accionistas no son exigibles, y también es cuestionable la oponibilidad de disposiciones que exijan el consentimiento de la mayoría, tales como la aprobación de una oferta pública inicial y otras medidas importantes. Los gerentes de fondos y abogados locales han tratado de manejar este tema mediante mecanismos de ejecución automática y a través de la creación de convenios de sindicación de acciones. Este último mecanismo es más común e implica entregar las acciones a un administrador fiduciario a quien se le instruye, mediante un contrato de fideicomiso, votar las acciones de cierta forma y en ciertas circunstancias siguiendo instrucciones del inversor. La negociación de fideicomisos de este tipo constituye una forma efectiva de obligar a los accionistas a cumplir un compromiso que de otra forma sería inexigible (en virtud de las leyes locales) dentro de un convenio de accionistas. Sin embargo, desde el punto de vista de las sociedades gerentes, dichos convenios no son solamente comunes sino necesarios a fin de poder realizar inversiones de capital de riesgo con tranquilidad en los países emergentes¹³.

D. Estructuras de Capital: Planes de Opción de Compra de Acciones y Bonos de Suscripción de Acciones.

Las leyes de los países considerados contienen prohibiciones de facto con respecto a la creación de opciones de suscripción de acciones, bonos de suscripción de acciones o instrumentos similares que permitan a sus titulares comprar una cantidad determinada de acciones en un momento y a un precio predeterminados. Estos instrumentos suelen ser elementos vitales en las inversiones de capital de riesgo en distintas etapas, pero con la excepción limitada de Brasil y Chile, los mismos no son exigibles o siquiera factibles en los marcos legales actualmente vigentes en los países analizados¹⁴. Las nuevas empresas que surgieron en América Latina en 1998-99

¹¹ Ley 6.404/76, artículo 30, 1(b).

¹² La Ley de OPAs, considerada en la Sección, dispone ciertas excepciones.

¹³ Jean Michel Enríquez, “Recurring Legal Issues for Private Equity Funds in Mexico”, Latin America Law and Business Report No. 8, Vol. 7 (31 de agosto de 1999): 24.

¹⁴ En Brasil es posible la emisión de bonos de suscripción. Sin embargo, incluso en Brasil, existen derechos de preferencia de los accionistas con respecto a dichos bonos, lo cual puede dificultar su uso en operaciones de capital de riesgo.

no pudieron estructurar su financiamiento inicial mediante opciones de suscripción de acciones a favor de su personal. Esto obligó a casi todas estas empresas a constituir sociedades controlantes offshore a fin de poder emitir dichas opciones, lo cual a su vez implicó costos adicionales para las nuevas empresas y para los inversores.

Las opciones de suscripción de acciones para el personal e instrumentos similares son elementos esenciales de la compensación para los socios fundadores, gerentes y empleados clave en una nueva empresa, y los importes y plazos de dichas opciones son objeto de duras negociaciones con los inversores. En EE.UU., los tipos de derechos que se pueden otorgar bajo un plan de este tipo incluyen opciones, derechos de apreciación de acciones, derechos equivalentes a dividendos, acciones restringidas, unidades de desempeño y acciones de desempeño. Las opciones son el instrumento más común; las normas federales y estatales de los EE.UU. disponen la forma en que debe instrumentarse un “plan de opción de compra de acciones” a fin de cumplir con las estrictas leyes empresarias, impositivas y laborales. De particular interés para los beneficiarios de estas opciones resulta el tratamiento impositivo que a las mismas se les da en los EE.UU., como ganancias eventuales y no como utilidades ordinarias. A nivel de la estructura empresarial, una empresa reserva cierto porcentaje de sus acciones autorizadas pero no emitidas en virtud de un plan de opción de suscripción de acciones aprobado por el directorio. Estos planes permiten a la empresa otorgar una participación de capital a futuro que cumple el doble propósito de recompensar al beneficiario si aumenta el valor de la empresa y al mismo tiempo garantizar que el empleado se quede en la empresa durante cierto tiempo a fin de generar esa utilidad. Esto último se logra otorgando opciones que pueden ejercerse luego de cierto tiempo, generalmente tres o cuatro años, limitando de este modo el capital del empleado en la empresa en los primeros años de su existencia.

Sin embargo, el marco legal de los países analizados limita la capacidad de las empresas de tener acciones autorizadas pero no emitidas, impidiendo así en los hechos la existencia de planes de opción de suscripción de acciones e instrumentos similares, ninguno de los cuales existe actualmente en América Latina¹⁵. En Argentina, por ejemplo el concepto dual de capital accionario emitido y capital accionario autorizado no existe: todo el capital accionario debe suscribirse al momento de su emisión, y la emisión de acciones debe ser precedida por un aumento de capital debidamente aprobado mediante el voto de la asamblea de acuerdo a lo dispuesto en el estatuto¹⁶. Por consiguiente, la futura emisión de acciones en cualquier circunstancia no es algo a lo que pueda obligarse legalmente una S.A. argentina.

Las estructuras de inversión de capital de riesgo en etapas posteriores suelen incluir la emisión de bonos de suscripción de acciones (“warrants”), certificados que funcionan como opciones de suscripción de acciones con la diferencia de que no necesariamente se otorgan a los empleados de la sociedad emisora. Estos bonos pueden utilizarse en operaciones de capital privado como incentivo adicional (“sweetener” o “kicker”), que permite al inversor obtener mayores ganancias en la empresa si las cosas van bien en el futuro, sin obligar a la empresa a entregar más capital del que ésta desea. Los bonos de suscripción de acciones también pueden otorgarse a favor del acreedor de un préstamo. Desgraciadamente, las mismas restricciones que impiden la existencia de opciones de suscripción de acciones en los países analizados también se aplican a los bonos de suscripción de acciones. Para seguir con el ejemplo de Argentina, la única forma en que un inversor de capitales de riesgo puede adquirir “warrants” en una empresa es negociando un acuerdo con todos los accionistas. En virtud de dicho acuerdo, los accionistas deben comprometerse a (i) votar a favor de la aprobación de la emisión de una cierta cantidad de acciones a un cierto precio en el futuro, y (ii) renunciar a sus derechos de preferencia. Los abogados locales entrevistados afirmaron que esta estructura es plausible pero complicada y no se ha utilizado en años recientes. En todo caso, la misma no constituye una alternativa apropiada, dado que se basa en acciones futuras a adoptar por los accionistas, que no constituyen obligaciones de la empresa.

E. Obstáculos Regulatorios.

Los principales obstáculos regulatorios para los inversores extranjeros en ciertos países latinoamericanos son los controles de cambio y las limitaciones aplicables a ciertas industrias en particular. Ambos obstáculos

¹⁵ Con la excepción limitada de lo permitido en virtud de la nueva Ley de OPAs de Chile, analizada en la Sección V.

¹⁶ Art. 186, Ley de Sociedades Comerciales No. 19.550.

implican una gran pérdida de tiempo y costos adicionales. De los países estudiados, sólo Brasil y Chile poseen leyes que exijan la aprobación del banco central o autoridad equivalente para los pagos al exterior efectuados por las empresas locales (por ej., dividendos, distribución del producido de acciones).

En Brasil, las inversiones extranjeras en una empresa brasileña deben informarse al Banco Central en el plazo de 30 días de realizadas. No se necesita aprobación alguna para la remisión al exterior de dividendos, utilidades, o el producido de la venta de acciones hasta el monto de la inversión. Sin embargo, en el caso de remisiones de capital por un monto superior a la inversión original, se necesita nuevamente la aprobación del Banco Central. A fin de ahorrar tiempo y evitar el proceso de aprobación, los inversores extranjeros tienen la opción de utilizar una aprobación alternativa denominada “remisión internacional de moneda nacional”. Ello implica depositar moneda local en una cuenta de propiedad de una entidad financiera extranjera con domicilio en Brasil, que a su vez se encuentre autorizada para convertir la suma así depositada en moneda extranjera para realizar pagos en el exterior. Este método es el que recomiendan los abogados locales en Brasil, dado que puede resultar más expeditivo y menos costoso que el proceso de aprobación.

En Chile, el Decreto Ley No. 600 de 1974 (“DL 600”) regula las inversiones extranjeras por montos superiores a US\$1.000.000. Los inversores extranjeros deben obtener la previa aprobación del Comité de Inversiones Extranjeras, proceso que puede llevar más de un mes. Luego de obtener la aprobación prevista en el DL 600, es necesario celebrar un contrato con el gobierno chileno en virtud del cual, entre otras cosas, el inversor extranjero conviene no remitir al exterior la inversión durante el plazo de un año. Una vez transcurrido dicho plazo, el inversor debe solicitar nuevamente permiso al Comité de Inversiones Extranjeras para remitir capital al exterior, lo cual puede demorar varias semanas. Si bien se trata de elementos válidos de política monetaria que hacen frente a otros temas económicos, estos procesos de aprobación constituyen obstáculos para los gerentes de fondos e inversores extranjeros a la hora de considerar la posibilidad de realizar inversiones en Brasil y Chile. Si bien los inversores extranjeros siguen los procedimientos vigentes en cada país, su agilización o eliminación facilitaría el camino de las inversiones de capital de riesgo, que a menudo cuentan con plazos cortos para aprovechar las condiciones locales de mercado.

Muchos países latinoamericanos reglamentan las inversiones extranjeras en ciertas industrias. En algunas de éstas, la participación extranjera puede estar directamente prohibida, mientras que en otras el gobierno puede fijar límites a dicha participación. De los países estudiados, El Salvador ofrece las leyes más abiertas, en el sentido de que concede a los inversores extranjeros un tratamiento bastante parecido al de los inversores locales. Argentina, Chile y Brasil en distintos grados restringen la propiedad extranjera de los medios de comunicación, incluyendo en algunos casos la participación en periódicos, estaciones de radio y canales de televisión. Brasil también limita el aumento de la participación extranjera en el sistema financiero local, mientras que Chile tiene restricciones adicionales en el caso de la industria pesquera y de transporte marítimo.

De los países analizados, México tiene el régimen más estricto para una larga lista de sectores considerados como “industrias reguladas”. Los gerentes de fondos e inversores de riesgo que consideren la posibilidad de invertir en una de las numerosas industrias reguladas de México deberán tener en cuenta los costos adicionales y el tiempo que lleva obtener las aprobaciones necesarias. Entre los sectores regulados en los cuales la inversión extranjera se encuentra directamente prohibida se encuentra el petróleo, la energía nuclear, la electricidad, los servicios postales, la industria petroquímica, la radio y la televisión. Otras industrias reguladas requieren la aprobación de un organismo gubernamental (la “CNIE”) y, dependiendo de la industria en cuestión, existen límites al porcentaje de participación extranjera. Por ejemplo, existe un máximo del 25% en las inversiones en transporte aéreo local y un máximo del 49% en las empresas dedicadas a la administración de puertos o las telecomunicaciones. Además, cualquier inversión superior al 49% en otros doce sectores¹⁷ exige la aprobación de la CNIE. La CNIE debe resolver las solicitudes presentadas por inversores extranjeros en un plazo de 45 días, el cual puede parecerle largo a los inversores oportunistas. Además de la aprobación de la CNIE, las inversiones extranjeras en ciertos tipos de servicios financieros, bancarios, de seguros, de intermediación, radio y televisión exigen otras aprobaciones gubernamentales.

¹⁷ Estos sectores incluyen, entre otros, las escuelas privadas, servicios jurídicos, telefonía celular, perforación para proyectos de petróleo y gas.

F. Fideicomisos y Sociedades Controlantes Extranjeras.

Los fondos de inversión utilizan con frecuencia sociedades controlantes offshore para superar los obstáculos presentados por la normativa local. En su nivel más básico, la estructura implica que las acciones de la empresa operativa latinoamericana sean de propiedad de una sociedad constituida fuera de América Latina. Los problemas relativos a la flexibilidad de gobernabilidad de la empresa, tales como la prohibición del rescate de acciones y el capital accionario autorizado pero no emitido, por lo general no existen en las leyes de los países elegidos para constituir la sociedad holding o controlante. Del mismo modo, los planes de opción de compra de acciones se incluyen a nivel de la sociedad controlante a fin de evitar los problemas señalados más arriba en los países analizados. Argentina ha experimentado probablemente la mayor actividad de inversión extranjera en los nuevos emprendimientos de Internet en los últimos años, y en muchos de estos casos se utilizaron sociedades controlantes offshore¹⁸. En México, el uso de sociedades controlantes offshore es menos común debido a la flexibilidad de los fideicomisos, que se analizan en mayor detalle más abajo.

El uso de vehículos offshore a fin de facilitar la inversión de capitales extranjeros en los países de este informe constituye una clara indicación de las barreras legales y regulatorias que enfrentan los inversores que pretenden invertir en las PyMEs. Dado que la inversión de capital de riesgo es costosa en términos de due diligence, costos legales y otros, el tamaño de la inversión es clave para los gerentes de fondos. La necesidad de invertir en el exterior genera mayores costos, especialmente en lo que se refiere a tasas de inscripción y honorarios legales. Casi por definición, las inversiones en PyMEs son menores que las inversiones en empresas más grandes. Por consiguiente, el costo legal que representa la constitución de una sociedad controlante en el exterior no es fácilmente absorbido por el inversor en el caso de una PyME.

El uso de fideicomisos constituye otra alternativa que los inversores de capital de riesgo utilizan para evitar los problemas observados en el contenido o la aplicación de las leyes locales. En México los fideicomisos se utilizan ampliamente debido a su flexibilidad y exigibilidad. Los fideicomisos mexicanos básicamente permiten colocar los activos bajo el control de un administrador fiduciario que se obliga, en virtud del contrato de fideicomiso respectivo, a realizar ciertos actos en el futuro en ciertas circunstancias. Los honorarios del administrador fiduciario son elevados; por consiguiente, el costo es un factor fundamental al momento de decidir si se utilizará un fideicomiso. Ello tiene un efecto enorme en las empresas más pequeñas (dado que las inversiones son menores), lo cual puede significar que el costo de un fideicomiso haga que la operación resulte prohibitiva. En Chile, Brasil y El Salvador, el fideicomiso no existe como vehículo. En Argentina existe una ley de fideicomiso bastante reciente¹⁹, que hasta la fecha no se ha utilizado tan ampliamente como en México. El atractivo del fideicomiso en México refleja la necesidad de disponer de mecanismos que ofrezcan un alto nivel de exigibilidad sin necesidad de tener que recurrir a un juicio.

G. Aspectos Impositivos.

La legislación impositiva de los distintos países considerados presenta serios problemas a los inversores de capital de riesgo. Los problemas se presentan a varios niveles, incluyendo la posibilidad de doble imposición de las utilidades a nivel empresa y a nivel distribución del fondo. También existen cuestiones relativas a los impuestos que pagan las propias empresas, el nivel de las alícuotas del impuesto a las ganancias eventuales o la incertidumbre en tal sentido, y el tratamiento impositivo de los planes de opción de compra de acciones.

Con respecto al impuesto a las ganancias de las empresas, por ejemplo, en Brasil las empresas pagan hasta 56 impuestos distintos²⁰. En México, el Informe por País señala que existen onerosas disposiciones impositivas referidas a los fondos o inversiones canalizados a través de vehículos offshore constituidos en ciertos paraísos fiscales. Los participantes del taller realizado en Chile, manifestaron su preocupación en el sentido de que la falta de claridad en las leyes impositivas del país hace que los inversores puedan verse obligados a pagar impuestos de hasta el 45%, cuando la alícuota aplicable debería ser del 15%.

¹⁸ Por lo general, las sociedades controlantes se constituyeron en Delaware o en paraísos fiscales como las Islas Caimán o las Bahamas.

¹⁹ Ley 24.441 (1994).

²⁰ Holly Johnson y Robert Pease, eds., *Latin American Private Equity Review and Outlook* (Wellesley: Asset Alternatives Inc., 2000), pág. 56.

Otro aspecto importante del efecto de las leyes impositivas sobre la inversión lo constituye el tratamiento impositivo de los planes de opción de compra de acciones. En Argentina, por ejemplo, no está claro si las empresas que emiten opciones de compra de acciones pueden ser obligadas a pagar impuestos respecto de las mismas como remuneración. (En Europa existe un problema similar, y la Asociación Europea de Capital de Riesgo, que trata de generar cambios en los marcos legales y regulatorios, está propiciando un cambio en varios países con respecto a los impuestos aplicables a las opciones de compra de acciones). En El Salvador podrían presentarse problemas de doble imposición en el impuesto a las ganancias a nivel de la empresa y del fondo, dado que no existe una ley que se refiera a la imposición de fondos, como existe en otras jurisdicciones.

IV. ESTRATEGIAS DE SALIDA

Los inversores de capitales de riesgo esperan obtener retornos durante el plazo convenido, que suele ser de siete a diez años. Los gerentes de fondos tratan de analizar y estructurar sus inversiones en empresas latinoamericanas de modo de poder vender las inversiones y canalizar el producido (neto de su propia remuneración) hacia los inversores en tiempo y forma. Para que este modelo de intermediación financiera funcione exitosamente, los gerentes de fondos deben poder vender sus inversiones a tiempo, obteniendo ganancias.

Una preocupación creciente expresada en los Informes por País y en los talleres es el hecho de que los inversores de capital privados tendrán dificultades para retirar sus inversiones. Un importante informe de investigación titulado *Latin American Private Equity Review & Outlook 2000/2001* también subraya esta preocupación:

“...si bien ha habido algunos casos de salidas que llamaron la atención, y varias operaciones de perfil más bajo, que señalan el potencial de la región, los inversores comprensiblemente se preguntan por qué no ha habido más casos de salidas, dada la cantidad de operaciones cerradas y las tendencias favorables tanto en las inversiones extranjeras directas como en M&As (fusiones y adquisiciones)...”²¹.

Muchos abogados y observadores consideran que el problema de la salida es tal vez el más urgente en el terreno de las inversiones de capital de riesgo en América Latina. La principal razón es que, en los próximos dos años, una gran cantidad de fondos de inversión van a tratar de “salirse” de sus inversiones. El éxito de tales esfuerzos tendrá una influencia directa en la actitud futura de los fondos dedicados a la región.

Históricamente, los inversores de riesgo tienen tres alternativas de salida posibles: IPOs, ventas tipo “trade sale” y el ejercicio de opciones de venta. Cada una de estas alternativas tiene distintos derechos asociados a ella. La mayoría de los inversores trata de salirse de sus inversiones en no más de siete años, y la mayoría prefiere salidas de tres a cinco años. Por lo tanto, un mecanismo de salida legalmente exigible es fundamental para el futuro flujo de capitales privados hacia América Latina. A medida que la primera ola de fondos de capital trate de salirse de sus inversiones en los próximos dos años, si se presentan muchos problemas de exigibilidad en relación con los mecanismos contractuales de salida, ello tendrá inevitablemente un serio efecto negativo en las iniciativas futuras de inversión de capitales. Como manifestó un gerente de fondos:

“...El jurado todavía no decidió con relación a los inversores institucionales, respecto de si esto es bueno o malo, y cada uno puso un poco de plata para ver qué pasa. Hasta que no les brindemos un retorno y tengan un parámetro para guiarse, es difícil decir si van a hacer un segundo intento o no...”²².

Los fondos de inversión estructuran sus inversiones con distintos derechos de salida destinados a brindarles alternativas. Una inversión en una etapa inicial puede incluir derechos de registro, derechos de venta conjunta (“drag-along”), y opciones de venta. Si la salida a través de un IPO no resulta viable, podrá considerarse la posibilidad de una venta tipo “trade sale”; si esto tampoco es factible, el fondo de inversión podrá ejercer la opción de venta. Una inversión en una etapa más avanzada puede estructurarse con un derecho de rescate, de modo que la salida quede garantizada por una obligación de la empresa, y también puede incluir derechos de conversión en virtud de los cuales las acciones preferidas compradas puedan convertirse en acciones ordinarias que a su vez tengan derechos de registro (“demand registration rights”). No importa qué estructura se elija, una consideración clave es garantizar que exista por lo menos un mecanismo para vender la inversión dentro del marco temporal previsto.

El problema de la exigibilidad de los mecanismos de salida presenta varias dimensiones. En el nivel más amplio, los mismos problemas comunes a los sistemas judiciales de los países latinoamericanos se aplican a la ejecución de sofisticados contratos comerciales internacionales en todas partes. En los sistemas judiciales de los distintos países considerados existe una falta de transparencia y coherencia, falta de predecibilidad y extensas demoras en la resolución definitiva de los conflictos comerciales.

²¹ Id., pág. 57.

²² “A Private Affair”, *Latin Finance* (diciembre de 1998): 61.

Sin embargo, existen problemas más específicos respecto de algunos de estos mecanismos. Uno es la falta de familiaridad con los derechos contractuales comúnmente utilizados en la documentación relativa a las inversiones de riesgo extranjeras. Por ejemplo, en los países analizados no existe una prohibición legal contra los derechos de venta conjunta (“tag-along” o “drag-along”), las opciones de venta o los derechos de registro. Sin embargo, la falta de familiaridad con estas herramientas genera incertidumbre en su interpretación por parte de los jueces locales. Además, los tribunales latinoamericanos no se encuentran muy inclinados a conceder el cumplimiento específico como reparación. En el contexto de un inversor que desea “salir”, los daños y perjuicios no son un buen sustituto del cumplimiento específico. Por ejemplo, un inversor minoritario que vaya a juicio para exigir el cumplimiento de un derecho de drag-along (derecho de obligar a los otros accionistas a vender también sus acciones) (suponiendo que no exista un mecanismo de ejecución automática, como un fideicomiso o una sociedad controlante offshore), no tendrá muchas posibilidades de mantener interesado al comprador durante el transcurso del juicio. Más aún, las personas o empresas contra las cuales se dicte sentencia pueden no tener los medios para pagar, y ejecutar sus bienes puede dar lugar a otra prolongada batalla legal.

La necesidad de ir a juicio no añade valor a las inversiones y casi siempre es sintomática de una inversión que no salió bien o de una seria falta de alineación en los intereses del fondo de inversión y los demás accionistas. Además, la existencia de un juicio puede obstaculizar el futuro del fondo y sus inversores al extender el marco temporal más allá de lo originalmente previsto al establecer el fondo. Como se señalara más arriba, debe tenerse presente que los fondos generalmente tienen un plazo de inversión de dos a tres años, lo cual, agregado al período dentro del cual es probable que se produzca la salida, significa que en el séptimo u octavo año de vida de una inversión pueden generarse problemas. Un juicio en cualquiera de los países considerados puede durar fácilmente más de dos o tres años ante los tribunales –y aún más tiempo para lograr la ejecución de sentencia–, con lo cual la vida del fondo se extendería más allá de la intención de los inversores.

Los mecanismos de salida problemáticos generan distorsiones. Un gerente de fondos que enfrenta problemas en un intento de salida como inversor minoritario o que se entera de otros que han estado en esa situación, podría dejar de lado las posiciones minoritarias e invertir únicamente en participaciones controlantes. De este modo, las empresas pequeñas que no estén dispuestas a entregar el control inmediato pierden la oportunidad de tener un posible inversor minoritario. Más aún, dado que el hecho de tener una participación mayoritaria significa que la sociedad gerente de fondos de inversión directa o indirectamente va a tener que manejar la empresa, ello implica un mayor compromiso de tiempo y recursos de parte de dicha sociedad gerente. También en este caso son las empresas pequeñas las que pierden, dado que el tamaño de la operación podría no justificar ese compromiso adicional.

A. IPOs.

Existen dos salidas principales relacionadas con las IPOs (oferta pública inicial): (1) los así llamados derechos de concatenación o “piggy back” y (2) los derechos de registro. En virtud de la primera opción, una empresa se encuentra legalmente obligada a incluir las acciones de un inversor en el caso de realizar una oferta pública de acciones. Los derechos de registro significan que la empresa estará obligada a inscribir las acciones del inversor si decide comenzar a cotizar en bolsa y, de acuerdo a la forma en que se negocien, estos derechos permiten que el inversor obligue a la empresa a tratar de obtener dicha cotización. Ninguna de estas dos opciones está específicamente contemplada en la legislación de Argentina, Chile, Brasil, México o El Salvador. A diferencia de los problemas relacionados con los derechos de preferencia, la recompra de acciones y la emisión de bonos de suscripción de acciones, que enfrentan obstáculos legales específicos, al faltar el sustento legal, puede pasar que estos derechos de salida se incluyan en un contrato y luego resulten inexigibles o sean objeto de una interpretación adversa.

Si una IPO da lugar a un conflicto, lo más probable es que ello se deba a que el gerente del fondo desea que la empresa comience a cotizar en bolsa y los demás accionistas se oponen²³. Esta situación puede presentarse cuando los accionistas originales se niegan a renunciar al control de la empresa o creen que mantener la propiedad

²³ Por lo general, los gerentes de fondos se muestran más inclinados que las propias empresas a las posibilidades de una IPO, dado que ellos tienen experiencia en este tipo de proceso y conocen mejor las condiciones de mercado.

de la misma resulta más conveniente desde el punto de vista financiero. Al enfrentarse a los accionistas que se niegan a que la empresa cotice en bolsa, el gerente de fondos tendrá que decidir si recurrir a un juicio o no. En el momento en que existen dos opiniones opuestas, la “exigibilidad” se vuelve un problema.

Más allá de los posibles problemas de exigibilidad de los derechos de salida relacionados con una IPO, las condiciones de mercado actualmente resultan desfavorables para este tipo de salida. Los abogados de los distintos países considerados están de acuerdo en que la opción IPO no es una opción fácilmente disponible en América Latina²⁴. Será necesario superar en el futuro cercano las dificultades imperantes en los mercados de capitales locales, tales como la falta de liquidez o su severa limitación, a fin de que las IPOs locales sean una opción de salida factible para los inversores de capitales de riesgo.

La falta de viabilidad de una IPO como salida de una inversión a través de las bolsas de comercio locales tiene un efecto sumamente negativo para las PyMEs. Un observador manifestó: “...El uso de ventas tipo “trade sale” significó que los fondos mejor capitalizados que generalmente hacían mayores inversiones en empresas más grandes han tomado ventaja respecto de los fondos más ágiles que buscaban empresas más chicas y de mayor riesgo...”²⁵. En resumen, los gerentes de fondos evalúan a las empresas de acuerdo a su posible valor estratégico futuro, lo cual significa concentrarse en una lista más corta de empresas, en detrimento de las PyMEs. De ese modo, reforzar las bolsas de comercio locales sigue siendo un elemento clave del crecimiento de las PyMEs a mediano y largo plazo.

B. Ventas Tipo “Trade Sale”.

En una venta tipo “trade sale”, a veces también llamada venta estratégica, una empresa de capital privado es vendida a otra empresa. El comprador por lo general es una empresa más grande que desea obtener la participación de mercado o las líneas de producto de la empresa target. Debido a los problemas con las IPOs, los abogados en todos los países analizados consideran que este tipo de operaciones serán el principal mecanismo de salida para las inversiones exitosas en América Latina en el corto y mediano plazo²⁶. El informe titulado Latin American Private Equity Review & Outlook fundamenta esta conclusión informando que trece de quince salidas registradas en la región se realizaron a través de esta ruta. Una encuesta realizada en 1999 por Pricewaterhouse Coopers también presenta evidencias en este sentido, señalando que “...el sesenta por ciento de los encuestados manifestó haber vendido sus tenencias a un comprador estratégico, mientras que sólo el 5% utilizó una IPO, ya sea local o internacional...”²⁷. Existen dos mecanismos legales principales relacionados con las ventas estratégicas, los así llamados derechos de “tag-along” y “drag-along”. En el primero de estos casos, un inversor tiene el derecho contractual de vender sus acciones cuando otro accionista lo hace; en el segundo, un inversor puede obligar a otro accionista a vender cuando él lo hace. Mientras el derecho de tag-along es importante para el fondo básicamente como mecanismo de defensa, para que el fondo no se quede con una inversión mientras los accionistas originales se retiran, el derecho de drag-along es más crítico para la salida considerada originalmente. Cuando un fondo de inversiones realiza una inversión, puede evaluar a la empresa target como candidata a una operación de venta estratégica, en caso de que en algún punto decida realizar ese tipo de venta. Si de hecho el fondo opta por una venta estratégica y los demás accionistas cuestionan su exigibilidad, el derecho de drag-along adquiere importancia crítica.

C. Opciones de Venta.

Las opciones de venta son derechos contractuales que permiten al titular de la opción vender sus acciones a un tercero a un precio convenido, que generalmente se calcula mediante una fórmula. Las opciones de venta no suelen ser el mecanismo de salida preferido por los inversores de capital de riesgo, dado que en las ventas tipo “trade sale” o en las IPOs suelen obtener mejores precios. Sin embargo, las opciones de venta suelen jugar un papel crítico para los inversores minoritarios como última línea de defensa contra la falta de liquidez. Cuando el plazo del

²⁴ Las escasas IPOs hasta ahora incluyen a Aeroboutiques a través de la Bolsa de México, y a Starmedia (NASDAQ).

²⁵ Mark Piper, “Waiting for a Way Out”, Latin Finance (noviembre de 2000): 40.

²⁶ Este tipo de operaciones constituyen la principal ruta de salida en Europa. Véase “Venture Capital in OECD Countries”. Organización de Cooperación y Desarrollo Económico No. 63 (febrero de 1996): 15.

²⁷ Onelia Collazo, “Private Equity Alive and Well in Latin America”, Latin Finance (marzo de 1999): 12.

fondo está llegando a su fin y no es posible realizar una IPO o venta estratégica, una opción de venta puede ser la única salida disponible para el inversor. Por consiguiente, las dificultades en la exigibilidad de la opción pueden generar problemas para un gerente de fondos de inversión cuyo acuerdo contractual con sus inversores lo obligue a retirarse de las inversiones dentro de un plazo determinado.

V. POSIBLES ENFOQUES PARA SUPERAR LOS PROBLEMAS EXISTENTES

En esta Sección V haremos referencia a varios enfoques que los gobiernos de los países analizados podrían utilizar para superar los problemas identificados como barreras para los inversores de capital de riesgo en dichos países. Más allá de la combinación de enfoques que se elija, para que el esfuerzo se vea coronado por el éxito, las soluciones deberán ser integrales, teniendo en cuenta las disposiciones legales y regulatorias de carácter impositivo y empresarial y las prácticas de organismos gubernamentales. A continuación presentamos cuatro enfoques posibles: (1) modificación de la legislación existente, (2) dictado de nuevas leyes y codificación de derechos contractuales, (3) agilización del proceso judicial, y (4) creación de organismos administrativos especializados.

A. Modificación de la Legislación Existente.

Muchos de los problemas señalados en este informe pueden superarse modificando la actual legislación de los cinco países analizados. Por ejemplo, el año pasado Chile dictó modificaciones a su legislación empresarial y de títulos valores a fin de resolver algunos de los problemas considerados en este informe. Estas modificaciones, conocidas como la Ley de OPAs, fueron principalmente el resultado de diversas controversias relativas a ofertas públicas que aparentemente iban en perjuicio de los accionistas minoritarios, pero también tuvieron en cuenta otros problemas. La Ley de OPAs se aplica específicamente sólo a las sociedades que cotizan en bolsa, pero otras empresas pueden someterse voluntariamente al alcance de la misma. Los fondos de inversión pueden considerar la posibilidad de exigir que las empresas en las que invierten se sometan al alcance de dicha Ley.

La Ley de OPAs autoriza expresamente los planes de opción de compra de acciones, con algunas restricciones, y permite la recompra de acciones por parte de las empresas, también con ciertas limitaciones. Con respecto a la gobernabilidad empresarial, la Ley de OPAs tomó algunas medidas concretas, como por ejemplo, disponer la creación de sindicaturas y exigir la realización de asambleas para adoptar ciertas medidas a solicitud de los accionistas minoritarios, junto con el voto obligatorio de los directores. Además, la Ley de OPAs limitó la definición de operaciones entre sociedades relacionadas. Esta ley constituye un buen ejemplo de la forma en que algunos de los problemas señalados en este informe pueden resolverse modificando la legislación existente.

B. Dictado de Nuevas Leyes.

Algunos problemas exigen leyes completamente nuevas. Si se dictaran nuevas leyes de fideicomiso en algunos países, ello podría aliviar algunos de los problemas de exigibilidad. Algunos de los países podrían seguir el ejemplo de otros que ya dictaron leyes que rigen los fondos de inversión. Por ejemplo, en 1999 España dictó una ley de capitales de riesgo que no sólo generó la estructura regulatoria de la Comisión de Valores de España, sino que también introdujo ciertas modificaciones fundamentales a las leyes impositivas, que impulsaron la actividad en la industria. Argentina también dictó normas destinadas a fortalecer la competitividad de sus PyMEs, creando nuevos fondos y reestructurando los existentes. En virtud de estas normas se creó un "Fondo de Desarrollo para la Pequeña y Mediana Empresa" ("Fonapyme"), que brindará financiamiento para las PyMEs²⁸, y un "Fondo de Garantía para la Pequeña y Mediana Empresa" ("Fogapyme"), que brindará garantías adicionales a las mismas²⁹.

C. Codificación de Derechos Contractuales.

Una diferencia fundamental entre el sistema de derecho civil y el del common law (imperante en los países anglosajones), es que el primero posee normas legales más específicas que rigen una amplia gama de contratos y cuestiones contractuales. Por su formación, la primera fuente a la que se dirigen los abogados y jueces de un país de derecho civil en cuestiones contractuales son las leyes y códigos. Esto significa que en los hechos, muchos temas que no tienen sustento normativo presentan la potencialidad de ser mal interpretados. También significa que a fin de facilitar y de crear incentivos para los inversores de capital de riesgo, podrían modificarse los códigos de comercio de los países latinoamericanos analizados, a fin de reconocer expresamente la existencia de mecanismos

²⁸ Se formará un Comité de Inversiones para establecer las políticas de inversión del Fonapyme y para garantizar la distribución equitativa de sus recursos.

²⁹ Además de las otorgadas por las Sociedades de Garantías Recíprocas (creadas por Ley No. 24.467 para facilitar el acceso de las PyMEs al financiamiento), y para otorgar garantías directas a las entidades financieras que sean acreedores de las PyMEs, con el objeto de facilitar la obtención de líneas de crédito.

comunes en las operaciones de capital de riesgo. Un posible enfoque que permitiría reducir la posibilidad de errores de interpretación de los derechos de salida sería la “codificación” de los mismos en la ley. Por ejemplo, podría dictarse una norma que definiera el derecho de “drag-along” como el derecho del beneficiario a obligar a otra parte a vender sus acciones a un tercero, disponiendo expresamente que el drag-along es un derecho válido y exigible. También podrían modificarse los códigos de comercio disponiendo que las partes puedan convenir aspectos específicos del drag-along, como por ejemplo, las circunstancias en que puede ejercerse dicho derecho.

La inclusión de los derechos de salida en la normativa legal podría ofrecer beneficios que irían más allá de la cuestión de su exigibilidad. Una preocupación común manifestada por los gerentes de fondos de inversión es la falta de comprensión por parte de las empresas respecto de la forma en que se estructuran las inversiones de capital. Si los derechos de salida tuvieran sustento normativo, ello proporcionaría una base a partir de la cual entender la estructura de las inversiones. Como lo señala un artículo publicado en Euromoney, un factor frustrante en las negociaciones de las condiciones preliminares es la falta de conocimiento por parte de las empresas de los términos típicos de este tipo de operaciones. Pero incluso cuando existe ese conocimiento, las partes deben confirmar que sus definiciones sean coherentes, a fin de evitar posteriores desacuerdos y decepciones. Ello es especialmente cierto cuando los inversores y la empresa provienen de diferentes culturas, con distintas prácticas comerciales y sistemas jurídicos³⁰.

La codificación de los derechos de salida no resolvería todos los problemas de salida que describimos más arriba. Aun con disposiciones normativas claras, los accionistas sometidos al ejercicio de dichos derechos podrían ir a juicio. Sin embargo, la codificación eliminaría el argumento de que todos o algunos de estos derechos no son exigibles, lo cual puede llevar a posiciones extremas en las negociaciones relativas a la salida.

D. Agilización del Proceso Judicial.

Como se señalara más arriba, algunos derechos de salida deben ejercerse dentro de un tiempo limitado. Todos los países analizados tienen procesos sumarios para ciertos tipos de acciones, por ejemplo, para exigir el pago de un pagaré. Una forma de facilitar el cumplimiento de los derechos de salida sería disponer un proceso judicial de carácter sumario o abreviado cuando se produce un conflicto en tal sentido. La combinación de la codificación de los derechos de salida y un proceso judicial abreviado puede llevar a resultados más rápidos y ciertos. La rápida solución de los conflictos relacionados con los derechos de salida también podría fortalecer la confianza de los inversores al considerar la posibilidad de realizar nuevas inversiones.

E. Organismos Administrativos Especializados.

Una alternativa a la solución judicial de ciertos conflictos entre accionistas sería que una división especializada de un organismo administrativo se ocupe de dichos conflictos. Con el término “especializado” nos referimos a la capacitación del personal de ese organismo para que estén familiarizados con la naturaleza de las inversiones de riesgo y las estructuras legales relacionadas con dichas inversiones. Quitar estos temas de la competencia de los tribunales no sería más drástico que el enfoque –prácticamente universal- de aceptar el arbitraje privado como método alternativo de resolución de conflictos. Este modelo fue sugerido por un estudioso del tema con respecto a ciertas cuestiones de gobernabilidad empresarial en Europa del Este, quien manifestó que “...un enfoque práctico del problema de la exigibilidad podría ser crear un cuerpo de jueces administrativos dentro de un organismo tipo Comisión Nacional de Valores, que se encontrarían facultados para hacer cumplir las obligación de divulgación de información y ciertas normas contrarias a las operaciones entre partes relacionadas...”³¹

Los modelos de juicios abreviados y organismos administrativos especializados no pretenden reemplazar al proceso arbitral. Una diferencia importante entre un “Modelo de Decisión Administrativa Especial” y el arbitraje privado es que el organismo administrativo podría tener mecanismos para exigir el cumplimiento de sus resoluciones, los cuales no existen en forma directa dentro del arbitraje privado y que podrían resultar fundamentales a la hora de

³⁰ “Venture Capital in Latin America”, Corporate Finance (setiembre de 2000): 3.

³¹ John C. Coffee, Jr., “Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure”, The Journal of Corporation Law, 25 Iowa J. Corp., T.1., pág. 28.

proveer una reparación efectiva. La idea es tener una amplia gama de opciones para que los inversores y las empresas puedan estructurar sus relaciones. De ese modo, las partes podrían someter ciertos temas técnicos a arbitraje (por ej., la valuación en base a fórmulas acordadas), y someter otras cuestiones (como el cumplimiento de los derechos de salida) a un proceso judicial abreviado o a un organismo administrativo especializado.

Desde el punto de vista de la toma de decisiones, el modelo del organismo administrativo especializado ofrece dos claras ventajas respecto de los tribunales. En primer lugar, un problema importante de los tribunales es la falta de conocimiento de los jueces respecto de los derechos contractuales propios de la inversión de capitales de riesgo. En segundo lugar, el organismo podría tener interés en garantizar condiciones de juego equitativas. Del mismo modo que el legislador de títulos valores se ve impulsado por el interés de garantizar la integridad del mercado, los jueces administrativos tendrían más en claro la importancia del capital de riesgo para sus respectivos países, lo cual, en ausencia de otros factores, reduciría la posibilidad de que se tomen decisiones incoherentes debido a factores no legales. De ser adecuadamente instrumentado, el modelo de organismo administrativo especializado también ahorraría tiempo. Los procesos podrían ser más breves, lo cual es difícil de lograr en el caso de un proceso judicial, incluso en el caso de los juicios sumarios o abreviados.

VI. CONCLUSIONES

En este reporte se identificaron áreas en las cuales los actuales marcos legales referentes a capital de riesgo, tienen un efecto desproporcionado sobre las PyMEs. En la Sección II, por ejemplo, señalamos la importancia de los planes de opción de compra de acciones y la forma en que la falta de disponibilidad de los mismos ha llevado al uso de vehículos offshore que pueden resultar demasiado costosos para las PyMEs. También se señaló que las prohibiciones respecto de la recompra de acciones, si las restantes condiciones son equivalentes, afectan más a las PyMEs, porque en muchos casos este puede ser el único mecanismo de salida viable.

A pesar de los grandes avances realizados en la última década por los gobiernos de los países analizados a fin de atraer capitales extranjeros y brindar capital local a las PyMEs, todavía pueden hacerse mejoras para facilitar las inversiones de capital de riesgo. Los Informes por País, talleres y entrevistas indican la urgente necesidad de realizar modificaciones legales y regulatorias para resolver los problemas que las inversiones de capital de riesgo enfrentan en los cinco países considerados, y probablemente en otros países latinoamericanos. Como lo señala el informe titulado *Latin American Private Equity Review & Outlook*, "...para que los capitales privados crezcan y florezcan en América Latina, será necesario instrumentar numerosos cambios legales y regulatorios..."³².

Hemos visto cómo todas las etapas de una posible inversión de capital de riesgo pueden verse afectadas por las propias leyes locales o por la amenaza de su falta de exigibilidad. En la etapa de due diligence, los inversores enfrentan problemas con las prácticas contables locales y la evaluación de los pasivos contingentes. En la etapa de estructuración, las leyes locales no contemplan la amplia gama de estructuras de capital necesarias para que los inversores y sus socios locales cuenten con la flexibilidad necesaria. La ausencia de planes de opción de compra de acciones, los problemas con el rescate de acciones, y la dificultad para emitir bonos de suscripción de acciones, son algunos de los obstáculos atribuibles a deficiencias en la legislación local. Una vez realizada la inversión, los inversores que adquieren participaciones minoritarias tienen dificultades para lograr la protección de sus derechos, y los que son accionistas mayoritarios pueden verse en problemas para hacer cumplir las disposiciones de tag-along y drag-along. Finalmente, y tal vez lo más importante, los inversores de capital de riesgo necesitan una mayor certeza con respecto a la exigibilidad de sus derechos de salida.

Las limitaciones en los sistemas legales no favorecen a la economía local, a los socios locales ni a los inversores extranjeros. Lo único que hacen es aumentar el perfil de riesgo para los inversores, lo que a menudo se traduce en menores valuaciones. En algunos casos, el riesgo percibido puede desalentar a los inversores al punto de desistir de realizar una inversión que los socios locales necesitan. Si el obstáculo puede ser superado a través de ingeniería legal y financiera, esto añade costos importantes que no benefician a ninguna de las partes. En resumen, a diferencia, por ejemplo, de las leyes de préstamos, que pueden favorecer a los prestatarios o a los prestadores, las limitaciones legales identificadas en este informe no favorecen ni a las empresas locales ni a los inversores extranjeros. Estas limitaciones resultan negativas para ambas partes.

³² Holly Johnson y Robert Pease, eds., *Latin American Private Equity Review and Outlook* (Wellesley: Asset Alternatives Inc., 2000), pág. 75.

Anexo I: Resumen de los Aspectos Conflictivos en la Legislación y Regulación de las Inversiones de Riesgo en las Pequeñas y Medianas Empresas

√√√ = Problema Generalizado
 √√ = Problema Importante
 √ = Problema en Algunos Casos

<u>Áreas Problemáticas</u>	<u>Grado</u>
Aspectos conflictivos Intensidad del conflicto Los pasivos contingentes tales como impuestos vencidos, cargas sociales y pasivos ambientales	√√√
La legislación confusa o inexistente sobre fondos de inversión	√√√
Las restricciones en la legislación sobre fondos de inversión producen efectos adversos sobre la atracción de inversiones de riesgo a nivel local	√√√
La ausencia de protección efectiva de los derechos de los accionistas minoritarios	√√√
Los límites en las posibles estructuras de inversión	√√√
La falta de legislación clara sobre planes de opción de compra obliga a las compañías a establecer sociedades controlantes, lo cual eleva el costo de las transacciones	√√√
La regulación restrictiva de las bolsas de comercio y los mercados de valores hace que las Ofertas Públicas Iniciales (IPOs) en las bolsas locales no sean una estrategia viable de salida de las inversiones	√√√
La prohibición del rescate de las acciones por la propia sociedad limita la efectividad de las opciones de venta	√√√
Las restricciones en la inversión en ciertos sectores reducen las inversiones extranjeras	√√√
El tratamiento fiscal y los efectos limitados de las auditorías fiscales	√√√