

Private equity: estrategias e instrumentos alternativos

Algunas consideraciones jurídicas

Han proliferado en los últimos años fondos capital riesgo o *private equity* con estrategias de inversión alternativas, distintas de las tradicionales de buyout, y muchos fondos tradicionales han redefinido o diversificado sus estrategias y productos. Por un lado, cada vez son más las empresas que desean recurrir a la financiación alternativa que ofrecen los fondos sin ceder el control. Por otro lado, la necesidad de distinguirse en un entorno competitivo y de conseguir operaciones en régimen de exclusividad, evitando procesos de subasta, está forzando a los fondos a ser más creativos en la generación de oportunidades y en la estructuración de sus inversiones.

Con frecuencia, estas estrategias alternativas se materializan también en estructuras e instrumentos diferentes a los habituales (minorías, preferred *equity*, instrumentos híbridos de deuda y capital), pues a menudo resultan más flexibles y susceptibles de ser adaptados a las necesidades de la compañía y al perfil de riesgo y objetivos de rentabilidad de los distintos tipos de inversores.

El recurso a estos instrumentos, no obstante, debe hacerse con cautela y con pleno conocimiento de sus diferencias con las inversiones en capital ordinario, particularmente en previsión de potenciales escenarios de conflicto, incumplimiento, dificultades financieras o insolvencia. Ello es particularmente relevante para fondos e inversores extranjeros, dadas las diferencias que a menudo existen entre un determinado instrumento bajo ley española y su equivalente en otras jurisdicciones.

Inversiones en minoría

Se trata de una herramienta atractiva para compañías en distintas circunstancias y fases de crecimiento. Además de captar capital, la compañía podrá beneficiarse de los conocimientos financieros y de gestión de inversor, que aportará su experiencia previa, profesionalización, contactos en el sector y recursos para acometer adquisiciones o penetrar en nuevos mercados. Todo ello sin privar a los fundadores o socios mayoritarios de seguir manteniendo un razonable grado de control sobre el negocio, y de poder beneficiarse de la plusvalía de una futura venta del 100%.

Desde el punto de vista del inversor, será esencial negociar un pacto de socios que recoja las cláusulas y herramientas necesarias para asegurar una protección efectiva de su inversión, dado que los derechos mínimos que dispensa la Ley resultan normalmente insuficientes, incluyendo, entre otros aspectos:

- El derecho del inversor a designar uno o varios consejeros (y/o un observador).
- Las decisiones clave que requerirán el consentimiento del inversor o sus representantes en Junta o Consejo (cambios estatutarios, aumentos de capital, plan

de negocio, contratos relevantes, operaciones vinculadas, etc.).

- Obligaciones de **información o reporting** al inversor cuyo contenido y periodicidad sean adecuadas para permitirle una correcta monitorización de su inversión.
- Reglas que aseguren la **permanencia** de los fundadores y/o gestores clave, complementado con un plan de incentivos a largo plazo vinculado al incremento de valor del negocio.
- protección frente a potencial **dilución** ante determinadas situaciones u operaciones futuras.
- Política de **dividendos y distribuciones**.
- Fórmulas y mecanismos de salida para culminar la **futura desinversión** (cláusulas de arrastre y/o acompañamiento, salida a bolsa si las condiciones son propicias, opción de venta frente al socio mayoritario o la propia compañía...).

Acciones y participaciones privilegiadas (Preferred Equity)

Se trata de una alternativa interesante para compañías que desean captar nuevo capital en escenarios de crisis, expansión u otras situaciones especiales, u ofrecer un trato diferenciado a quien invierta en distintas fases del proyecto. Para el inversor, es en cierto modo un híbrido de capital y deuda, en términos de riesgo y rentabilidad: a efectos jurídicos es capital social, con los riesgos propios del *equity* (si bien normalmente conllevará el registro de un pasivo contable), pero el inversor suele garantizarse la prioridad frente a los socios ordinarios en la obtención de un determinado retorno - **dividendo preferente**- y la recuperación de su inversión. En todo caso, será necesario tener en cuenta las limitaciones y posibilidades de dicho instrumento bajo ley española, incluyendo los siguientes aspectos:

Su emisión (y cualquier cambio posterior) requerirá **aprobación por la Junta General** con las mayorías establecidas para las modificaciones estatutarias (o incluso, en la sociedad limitada, el consentimiento individual de los socios).

- Existe considerable libertad en la configuración de los privilegios o preferencias: el dividendo fijo (equiparable una renta fija o un bono), mínimo o mixto, o con variaciones de criterio a lo largo del tiempo.
- Como **límites**, no es posible excluir totalmente a ciertos accionistas de las ganancias o pérdidas de la sociedad, ni pactar la percepción de un interés sobre el capital invertido.
- A diferencia de los instrumentos puros de deuda, el derecho al dividendo preferente exige (i) la existencia de **beneficios distribuibles**, y (ii) la aprobación del reparto por la Junta General.
- De no pagarse total o parcialmente el dividendo en un determinado ejercicio, podrá pactarse que el dividendo tenga **carácter acumulativo**. Tras el dividendo preferente, podrá pactarse que el inversor tenga derecho al mismo dividendo que pueda corresponder al resto de socios o accionistas ordinarios.
- Es también habitual que el inversor negocie un **derecho preferente** a recibir, en cualquier **evento de liquidez** (venta a terceros, salida a bolsa, liquidación de la sociedad u otros) un importe mínimo, equivalente al reembolso de la inversión, o percibir su cuota de liquidación antes que los titulares de acciones ordinarias.

- El inversor podrá negociar también privilegios en los **derechos de voto**, mediante sistemas de voto múltiple, o en virtud de derechos de veto o mayorías reforzadas sobre determinadas materias.

Acciones y participaciones sin voto

Se trata de nuevo de un instrumento **híbrido capital y deuda**. Aunque poco utilizado en la práctica, puede ser atractivo para compañías familiares o de otro tipo que deseen aumentar sus fondos propios sin alterar su estructura de control político, y para inversores con vocación de accionistas pasivos y sin otro interés que el exclusivamente patrimonial. A cambio de la privación del derecho a voto, el inversor tiene por ley varias ventajas de carácter patrimonial:

- El derecho a percibir, por Ley, un **dividendo anual mínimo, fijo o variable, acumulativo** si no pudiera pagarse en un determinado ejercicio (existiendo un plazo máximo de 5 años para liquidarlo) y adicional al dividendo ordinario.
- **Si no se pagara** el dividendo mínimo, el inversor tendrá derecho de voto en igualdad de condiciones que los titulares de acciones ordinarias, además de conservar sus ventajas económicas.
- **Prioridad** en el reembolso de su valor en caso de liquidación de la sociedad.
- En caso de que la compañía **reduzca capital para absorber pérdidas**, las acciones y participaciones sin voto tan solo se verán afectadas cuando la reducción supere el valor nominal de las acciones ordinarias.
- Necesidad del **voto favorable** de los titulares de la mayoría de las acciones y participaciones sin voto en caso de que se pretendiera adoptar una **modificación estatutaria** que perjudique sus intereses.
- Mencionar, finalmente, que existe un **límite en la emisión** de acciones o participaciones sin voto: su valor nominal no puede superar la mitad del capital social en la S.L. o la mitad del capital social desembolsado en la S.A.

Como inversor, será conveniente negociar la facultad de convertir las acciones o participaciones sin voto en ordinarias, en cualquier momento o en ciertas situaciones, a fin de incrementar su liquidez y facilitar una eventual desinversión.

Deuda convertible

La figura del **préstamo convertible** (o la emisión de títulos o instrumentos de deuda convertibles en capital) es cada vez más frecuente en el mercado. El inversor se reserva normalmente la opción de elegir entre dos alternativas cuando se produzca el supuesto o supuestos de conversión acordados: acceder al capital de la compañía mediante la conversión del préstamo, en previsión de obtener una mayor rentabilidad a futuro, o bien recuperar su inversión en ese momento mediante la amortización del principal y el cobro de los intereses devengados. En ocasiones, el préstamo es convertible sólo parcialmente, o solo lo es uno de sus tramos. A cambio de la facultad de conversión, la compañía financiada pagará normalmente una tasa inferior de intereses, ofrecerá menos garantías, y el vencimiento de la financiación será habitualmente más prolongado. Destacar, entre otros aspectos jurídicos a tener en cuenta en la estructuración y negociación del préstamo convertible, los siguientes:

- Sus **condiciones** pueden ser **libremente negociadas** entre las partes. Además de los términos inherentes a todo préstamo (vencimiento, amortización, intereses, etc.), deberán acordarse las ventanas o **supuestos de conversión** (por ej. nueva ampliación de capital o ronda de financiación, cambio de control, evento de liquidez, vencimiento...).
- Como aspecto esencial, deberá acordarse de antemano la **fórmula de conversión** y la valoración de la compañía a tomar como base a tal efecto (o los parámetros y procedimiento, en su caso, para determinarla).
- La conversión se ejecutará mediante **ampliación de capital** por compensación de créditos, y aunque los demás socios no tendrán suscripción preferente, requerirá aprobación por la Junta General. Será por tanto conveniente buscar fórmulas que mitiguen de antemano el riesgo de ejecución (compromiso de los socios de votar a favor de la futura conversión, cláusula penal, prenda de acciones con *step-in rights* para el inversor...).
- Dado que el prestamista se convertirá normalmente en socio minoritario, debería negociar de antemano el **futuro pacto de socios** con las protecciones habituales que entrarían en vigor automáticamente tras la conversión.
- Como en cualquier estructura que combine deuda e inversión en capital (en simultaneidad de acto o en diferentes momentos), deberá analizarse el riesgo de que la deuda pudiera calificarse de crédito subordinado bajo la Ley Concursal por ser su titular, potencialmente, una “persona especialmente relacionada” con el deudor.
- Si el prestamista hubiera designado un observador en el Consejo de la compañía, deberán analizarse el potencial riesgo de su consideración como administrador de hecho o *shadow director*.

Con frecuencia, el préstamo convertible se configura además como un **préstamo participativo**, cuyo interés está vinculado (total o parcialmente) a la evolución de la compañía (beneficios, volumen de negocio u otros parámetros), tiene la consideración de fondos propios a efectos mercantiles, y está subordinado por ley a cualquier otro crédito u obligación, situándose sólo por delante de los socios o accionistas.

Warrants

Se trata de un derivado financiero emitido habitualmente como instrumento complementario a un préstamo (normalmente subordinado o *mezzanine*), y que otorga al inversor un derecho - no la obligación- de suscribir participaciones o acciones de la sociedad financiada a un precio previamente acordado y a una fecha o durante un plazo determinado. Cada vez son más frecuentes en el contexto de reestructuraciones de empresas en crisis o en situación *distressed*, y pueden ser atractivos para inversores por reportarle, además de la renta fija asociada a la financiación, la oportunidad de acceder al capital y participar en las potenciales plusvalías de una futura venta.

Se trata de un instrumento financiero complejo y **sin base legal en España**, aunque en la sociedad anónima se aplica por analogía el régimen de las **obligaciones convertibles**. Por lo demás, al igual que sucede con la deuda convertible, las partes podrán negociar libremente sus condiciones. Entre sus principales características, téngase en cuenta que:

- A diferencia de la deuda convertible, los warrants **no crean ni reconocen deuda**, y su ejecución no conllevará necesariamente la cancelación de la deuda asociada.
- Deberán prever: (i) **las acciones o participaciones** que el inversor podrá adquirir, como número o porcentaje, (ii) ajustes a la fórmula de conversión por posibles variaciones del capital, (iii) **precio de adquisición** (a desembolsar en efectivo o mediante compensación de deuda), (iv) **plazo** o fecha de ejecución y (v) **fecha de vencimiento**.
- Normalmente, la emisión de las acciones o participaciones requerirá una ampliación de capital aprobada en Junta General. Para mitigar el riesgo de ejecución y dotar al instrumento de mayor automatismo, en la sociedad anónima se podría recurrir a la autocartera, o aprobar la ampliación de capital de antemano y delegar en el Consejo de Administración su ejecución (emisión efectiva de acciones). Esto no es posible en sociedades limitadas, restando automatismo al instrumento y haciendo su ejecución más compleja.

En el actual contexto de incertidumbre y volatilidad suscitado por la crisis económica del Covid-19, tanto inversores como compañías deben valorar las distintas herramientas y estructuras de financiación a su alcance. Para los fondos, es importante conocer con detalle las características, ventajas y desventajas de los distintos instrumentos para la adecuada ejecución de sus distintas estrategias de inversión, y un entorno cada vez más competitivo, puede ayudarles a diferenciarse y a ofrecer un producto más acorde con las necesidades de cada compañía.

©2021 CUATRECASAS



IS 713573

Todos los derechos reservados. Este documento es una recopilación de información jurídica elaborado por Cuatrecasas. La información o comentarios que se incluyen en el mismo no constituyen asesoramiento jurídico alguno. Los derechos de propiedad intelectual sobre este documento son titularidad de Cuatrecasas. Queda prohibida la reproducción en cualquier medio, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización de este documento, ya sea en su totalidad, ya sea en forma extractada, sin la previa autorización de Cuatrecasas.

Madrid

Francisco J. Martínez Maroto

Socio

franciscoj.martinez@cuatrecasas.com

T +34 915 247 806

Londres

Marco Antonio Sanz

Socio

marcoantonio.sanz@cuatrecasas.com

T +44 207 382 0400

Julene Areitio

Asociada

julene.areitio@cuatrecasas.com

T +44 207 382 0400



**España
y Portugal**

- > Alicante > Barcelona > Bilbao
- > Girona > Lisboa > Lleida > Madrid
- > Málaga > Palma de Mallorca
- > Oporto > San Sebastián > Sevilla
- > Valencia > Vigo > Vitoria-Gasteiz
- > Zaragoza

Internacional

- > Bogotá > Bruselas > Casablanca*
- > Ciudad de México > Lima > Londres
- > Luanda* > Maputo* > Nueva York
- > Pekin > Santiago de Chile
- > Shanghái

** en asociación con la correspondiente firma local*

