

## LA TOMA DE PARTICIPACIONES MINORITARIAS SIN CONTROL.

Con frecuencia tenemos la posibilidad de invertir en negocios con buenas perspectivas a través de la adquisición de un paquete de acciones en la confianza de que esas perspectivas se transformen en rentabilidades económicas. Pero de la posibilidad al hecho suele haber una gran cantidad de aspectos que pueden convertir la oportunidad de hacer negocios en todo lo contrario, una buena forma de perder el tiempo y el dinero.

Es muy habitual entrar en negocios a través del vehículo jurídico de la participación societaria en una empresa, si bien, es muy distinto hacerlo en proyectos empresariales de envergadura a hacerlo en pequeños proyectos. En el primer caso disponer con antelación de los socios con capacidad financiera suficiente es una garantía añadida y necesaria para el buen fin del proyecto si se desarrolla conforme a lo previsto. Si los socios emprendedores no disponen de esa capacidad financiera, junto a las dificultades propias del proyecto empresarial se unirá la inseguridad financiera y por tanto el abordar los proyectos con una visión de corto plazo acorde con la disponibilidad económica existente. Esta situación en ocasiones provoca una ralentización de las posibilidades que presenta la oportunidad de inversión que no necesariamente es negativa sino más bien al contrario en tanto en cuanto las decisiones se tomarán con la lógica cautela de la falta de visibilidad futura. A veces la lentitud propia de esa precariedad financiera puede llegar a suponer la pérdida de la oportunidad de negocio porque otros competidores se adelanten e impriman un ritmo mayor a las posibilidades existentes dejando fuera del mercado a los emprendedores que lo iniciaron. En el segundo caso la situación es similar pero las posibilidades de acceder a capitales, si el proyecto evoluciona favorablemente, pueden ser percibidas, a priori, como alcanzables por las menores necesidades de fondos aunque si el negocio no tiene masa o tamaño crítico suficiente tampoco se conseguirán los fondos necesarios.

Durante la llamada “burbuja tecnológica” cualquier oportunidad de negocio era vista con buenos ojos y el inversor, ávido de ser el primero, no se recataba a la hora de aportar fondos a proyectos empresariales de nula o escasa viabilidad empresarial en el corto y medio plazo. Ello supuso un gran dinamismo y pujanza de los proyectos relacionados con las tecnologías y con Internet aunque a la postre supuso una gran pérdida de patrimonio para no pocos inversores particulares e institucionales. La consecuencia generalizada para los emprendedores, al menos europeos, ha sido la aparición de un ambiente de desconfianza que ha bloqueado iniciativas empresariales de mayor viabilidad empresarial que las precedentes. Además de exigir al emprendedor que comienza su andadura, después del “desinflamiento generalizado del Capital”, una gran dosis de pericia empresarial, formación más que suficiente, visión de negocio, parquedad en los planteamientos de gastos e inversiones y un gran recelo ante la adopción de decisiones comerciales basadas en la intuición y el mero crecimiento de cuota de mercado.

En el contexto anterior el Capital, cuyo grado de aversión al riesgo siempre es enorme, es más cauto y pretende participar pero estableciendo condiciones de forma tal que, de alguna manera, le permita controlar la evolución del proyecto empresarial. De ahí los acuerdos de socios, los accionistas de referencia, las cláusulas de liquidación o salida societaria y un largo etcétera de casuísticas.

Lo comentado hasta el momento debería hacer reflexionar a todo aquel que pretenda embarcarse en oportunidades de negocio y no pueda asegurarse un control efectivo de su inversión de forma que, si el negocio funciona, pueda obtener los ansiados y exigibles beneficios y rentabilidades. La toma de una participación minoritaria, es decir, la compra o suscripción de acciones que no otorguen ningún tipo de control sobre la marcha de la empresa es un factor crítico que debiera plantearse cualquier inversor en el caso de que su inversión se catalogue como “ilíquida”, es decir, que no exista un mercado organizado que le permita recuperar su dinero en un plazo de tiempo razonablemente corto, sin ser sometido a ningún tipo de presiones por el resto de los accionistas que le pueden aportar la deseada liquidez.

En tal sentido, cualquier inversión en las denominadas “Pequeñas y Medianas Empresas” o PYMES y que por su propia naturaleza carecen del tamaño suficiente para acceder al Mercado de Capitales tiene un factor de riesgo añadido por el hecho de la ausencia de liquidez de la misma. En estas circunstancias el accionista que no participa o controla la gestión empresarial de una sociedad no cotizada y por tanto que no puede controlar los flujos de caja generados por el negocio sufrirá una importante pérdida de valor si desea deshacerse de sus acciones. Varios estudios demuestran que es procedente aplicar un descuento por minoría y otro por falta de liquidez especialmente relevantes pudiendo llegar a un 35% sobre el valor de una participación de control, que aunque careciendo de la debida liquidez puede hacer valer su posición ejecutiva. También se ha contrastado en diversos estudios que el descuento o pérdida de valor de las acciones de un inversor puede llegar a estar entre un 20% y un 40% dependiendo del tamaño de la empresa. Entre otras cosas, es típicamente el valor que normalmente recogen las cotizaciones de bolsa, salvo que se de la circunstancia de la existencia de OPAS de control en cuyo caso el valor de las acciones del minoritario pueden ofrecer el valor de control, bien porque los aspirantes incentivan al minoritario a vender ofreciendo un precio que refleje el máximo valor de la empresa o porque sus acciones pueden decidir quien ejercerá el control societario.

Otro aspecto a considerar es el tipo de proyecto de inversión u oportunidad de negocio del que se trate pues no es equiparable una inversión en negocios o sectores con cierto grado de madurez que oportunidades totalmente novedosas que aunque tengan ante sí un mercado totalmente virgen, por la posible ausencia de competidores, por el contrario son catalogados de alto riesgo por la ausencia de experiencia previa y la gran cantidad de incertidumbres propias del desarrollo del mercado y/o del producto que requiera la “novedad o innovación” que se pretenda afrontar. En esta tesitura todas las cautelas son pocas y de tratarse de inversiones minoritarias sin control el riesgo aumenta exponencialmente. Este tipo de oportunidades de negocio en mercados de capitales estrechos (de poca entidad financiera relativa) o poco dinámicos como el europeo, y el español en particular, suele arrancar con fondos aportados por los emprendedores entusiastas, que no sólo ven la oportunidad empresarial sino también una salida profesional de cierto alcance, y por las aportaciones de familiares y amigos, que habitualmente pueden perder además del dinero los afables lazos de amistad que tuvieran. Con frecuencia estas aportaciones son insuficientes y el acudir a los intermediarios financieros les supone afrontar riesgos que con mucha frecuencia son incuantificables pues los avales personales y/o reales exigidos normalmente sólo se sabe a cuanto ascienden en el momento de la formalización pero si las cosas no van bien pueden llegar a límites insospechados. A veces se decide acudir a las Administraciones Públicas en busca de ayudas, préstamos o subvenciones que permitan consolidar el

proyecto empresarial. Muy a menudo estas ayudas y subvenciones se “aprueban” por el organismo público concreto pero llegan tarde o no llegan y para muchos proyectos son también de escasa relevancia.

En cualquier caso como en todo proceso inversor el sujeto decisor debe recorrer los pasos debidos ante una oportunidad de negocio, es decir, (a) analizar el proyecto por sí o por personas cualificadas como para evaluar la viabilidad económica y financiera (que no son cuestiones iguales) así como la evaluación de la experiencia previa y riesgos del proyecto, (b) la evaluación de la propuesta inversora en lo referente a porcentaje de participación, primas a pagar, socios que están o acompañan y volumen de fondos requerido por el proyecto, (c) la revisión de sus posibilidades financieras y costes y compromisos financieros en que pueda incurrir, (d) el plazo de recuperación previsto de su inversión y grado de liquidez de la misma y (e) análisis de los costes de oportunidad de riesgos y plazos similares que se le presenten para comparar y decidir adecuadamente.

Si las posibilidades financieras del inversor son escasas, en negocios de alto riesgo y no hay posibilidades de acudir a nuevas rondas de financiación lo mejor es no “embarcarse” aunque la propuesta sea muy sugerente y el proponente sea brillante. Por definición, las participaciones en sociedades donde la posición relativa del inversor frente a los socios de referencia sea inferior, la propuesta sea ilíquida (sociedades no cotizadas) y se perciba alto riesgo de negocio, aunque con muy buenas perspectivas empresariales, cuando menos habrá de cuestionarse la oportunidad de la inversión seriamente pues las posibilidades de retorno serán mínimas y suelen constituir una inmejorable oportunidad para perder el dinero y la “amistad”. Nótese que el “retorno” o rentabilidad para el inversor podrá venir únicamente por dos vías, los dividendos que se repartan y las posibles plusvalías inherentes a una venta de acciones. Si el inversor no tiene control sobre la caja y el devenir del negocio, difícilmente podrá exigir que se atiendan sus exigencias de rentabilidad lógicas y si, además, no existe un mercado al que acudir a vender las acciones la única posibilidad es que encuentre a un “incauto” que desee subrogarse en su posición o que el resto de los socios le compren sus acciones pero en esas circunstancias el precio es muy incierto y arbitrario a favor de una de las partes, el comprador potencial. Añadir que lo último que debe hacer un inversor ante una oportunidad de negocio “ilíquida” es invertir “a crédito”, es decir, con dinero prestado y confiar en atender a los compromisos financieros de la deuda con los fondos que le reporte la inversión.

Mención especial requiere el reparto societario entre los diversos colectivos que se pueden localizar en una empresa, es decir, los gestores, los grupos empresariales de referencia, los Fondos de Inversión Colectiva (llámense de Capital Riesgo o Fondos de Inversión) y los accionistas particulares. Cada uno de ellos tiene intereses particulares que con frecuencia provocan conflictos que llevan a la disfuncionalidad societaria en tanto en cuanto se está más pendiente de las luchas de poder que de la evolución del negocio propiamente. En opinión del autor, la toma de participación en sociedades que no cotizan en bolsa supone para el inversor “particular y minoritario sin control” una situación de indefensión manifiesta que suele derivar en una pérdida de valor económica absoluta. El gestor antepondrá a los dividendos sus ingresos y emolumentos profesionales y, de existir, los dividendos serían notablemente inferiores a los posibles si el control lo ejercieran socios “capitalistas o financieros” sin intereses profesionales en la empresa; los Fondos de Inversión, según que casos, posiblemente no estén

interesados en el pago de dividendos pues les supone un impacto fiscal; lo mismo puede ocurrir con los grupos empresariales de referencia que adicionalmente y con frecuencia tienen intereses empresariales cruzados para con la sociedad y por último, sólo el hecho de cotizar en bolsa, si es el caso, permitirá al inversor, no siendo evidente, acceder a las plusvalías y a un posible pago de dividendos a que la sociedad se vea obligada por el mero hecho de estar sometido al control del Mercado de Capitales y los organismos públicos competentes (CNMV o SEC). Si el último no es el caso, lo mejor es olvidarse de la riqueza que “potencialmente” se pueda “amasar” con la oportunidad de negocio que nos presenten.

Si después de los motivos expuestos, en su calidad de inversor particular, todavía piensa en invertir en una sociedad no cotizada de pequeño tamaño e ilíquida pero con grandes o inciertas necesidades de fondos, espere siempre para suscribir una participación junto con la entrada de un socio de referencia del tipo firma de Capital Riesgo o grupo empresarial pues las condiciones que conseguirá, con certeza, serán notablemente mejores que si lo hiciera individualmente.

Y recuerde, como dice el refranero popular, “siempre será mejor una moneda en la mano que una promesa de oro”. El riesgo nace en el momento en que el dinero ha salido de su bolsillo pues las posibilidades de que retornen al mismo son inciertas.

Alberto Arranz Alés  
Director Financiero e Inversiones  
**Grupo Tecnológica**  
**Profesor del Instituto de Empresa**  
23 de Diciembre de 2003