

Brad Feld
Jason Mendelson

Cómo cerrar rondas de financiación con éxito

Traducido por
Manuel Matés,
emprendedor
e inversor

Una guía práctica
para operaciones
de capital riesgo



Cómo cerrar rondas de financiación con éxito

Una guía práctica para operaciones de capital riesgo

Brad Feld y Jason Mendelson

Prólogo de Dick Costolo

Traducción de Manuel Matés García

Traducción del libro original *Venture Deals. Be Smarter than Your Lawyer and Venture Capitalist* (Second Edition), de Brad Feld y Jason Mendelson, publicado por John Wiley & Sons, Inc., en Hoboken (New Jersey) en 2013

1ª edición: septiembre 2015

© 2015 Brad Feld y Jason Mendelson

© 2015 De la traducción al español Manuel Matés García

Derechos exclusivos de edición en español reservados para todo el mundo y propiedad de la traducción:

© 2015 Libros de Cabecera S.L.

Rambla de Catalunya, 53, 7º G

08007 Barcelona (España)

www.librosdecabecera.com

Reservados todos los derechos. Queda rigurosamente prohibida, sin la autorización escrita de los titulares del copyright, bajo las sanciones establecidas en las leyes, la reproducción parcial o total de esta obra por cualquier medio o procedimiento, incluidos la reprografía y el tratamiento informático, así como la distribución de ejemplares mediante alquiler o préstamo públicos.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

Diseño de la colección: Erola Boix

Editores: Virtuts Angulo y Paco López

Cubierta: P.A.R.

eISBN: 978-84-943742-7-2

IBIC: KFFM

A los mejores padres del universo:
Robert Mendelson y Stanley Feld

Índice

Prólogo

Prefacio

Agradecimientos

Introducción: El arte del *term sheet*

1. Los jugadores
2. Cómo levantar capital
3. Descripción general del *term sheet*
4. Cláusulas económicas del *term sheet*
5. Cláusulas de control del *term sheet*
6. Otras cláusulas del *term sheet*
7. La tabla de capitalización (*Cap table*)
8. Deuda convertible
9. Cómo funcionan los fondos de capital riesgo
10. Tácticas de negociación
11. Conseguir dinero de la manera correcta
12. Cuestiones a tener en cuenta en diferentes etapas de financiación
13. Carta de intenciones (LOI): el otro *term sheet*
14. Cuestiones legales que todo emprendedor debe conocer

Nota de los autores

Anexo A: Ejemplo de *term sheet*

Anexo B: Ejemplo de acuerdo de intenciones

Anexo C: Recursos adicionales

Glosario español – inglés

Glosario inglés – español

Sobre los autores y el traductor

Prólogo

Ojalá hubiera tenido este libro cuando empecé mi primera empresa. Por entonces no sabía por qué las acciones preferentes eran las preferidas de los inversores y pensaba que el derecho de tanteo era algo que se aplicaba a los jugadores de la NFL (Liga de Fútbol Americano).

Como CEO de Twitter y anterior fundador de otras tres empresas, las dos últimas adquiridas por compañías públicas y la primera por una privada, he aprendido muchos de los conceptos y lecciones recogidos en este libro de la manera más dura. Aunque he tenido grandes inversores y consejeros a lo largo del camino, también he tenido que apañármelas solo para entender los trucos, trampas y matices de este mundo.

Mis socios y yo éramos novatos en nuestra primera empresa, Burning Door Networked Media, así que cometimos montones de errores, pero nos las arreglamos para vender la compañía en 1996 por suficiente dinero como para ponernos hasta arriba de cafés *tall* de Starbucks durante las mañanas de todo un año.

Varios años más tarde, mis socios de Burning Door Networked Media y yo creamos una nueva empresa llamada Spyonit. Esa vez lo hicimos mejor y en septiembre de 2000 la vendimos a una compañía pública llamada 724 Solutions. Nuestras acciones permanecieron retenidas por un año (no estábamos muy duchos por entonces en defender nuestros derechos de registro en la *Securities and Exchange Commission*), y para cuando pudimos ponerles la mano encima, hacia septiembre de 2001, el pinchazo de la burbuja de internet y las consecuencias financieras del 11 de septiembre hicieron que el valor de nuestras acciones bajara tanto que terminó alcanzando lo suficiente para ponernos hasta arriba de cafés con leche desnatada *tall* de Starbucks durante las mañanas de todo un año.

Así que, como todo buen emprendedor, lo volvimos a intentar. Esta vez, provistos de mucho más conocimiento y humildad, creamos FeedBurner en 2004. Levantamos varias rondas de capital riesgo, entre ellas una ronda semilla de DFJ Portage, una Serie A de Mobius Venture Capital (la firma en la que Brad Feld y Jason Mendelson trabajaban por entonces) y Sutter Hill, y una Serie B de Union Square Ventures. FeedBurner creció rápidamente, y antes de que nos diéramos cuenta ya había despertado el interés de varias

empresas por adquirirla, entre ellas Google, que nos compró en 2007 y me permitió dejar de usar analogías cafeteras para explicar cuánto dinero nos quedó al final.

Tras pasar varios años en Google me contrataron para unirme a Twitter, donde ahora soy el CEO. Durante mi permanencia en la empresa, Twitter creció exponencialmente de 50 personas a más de 430 —marzo de 2011—, y ha completado dos grandes rondas de financiación en las que se recaudaron más de 250 millones de dólares.

Cuando miro al pasado y veo lo que ahora sé sobre las operaciones de capital riesgo, adquisiciones, cómo funcionan los inversores en capital riesgo (*inversores VC* o *venture capitalist*), y cómo negociar con ellos, me satisface ver lo lejos que he llegado desde aquel día a principios de los noventa cuando cofundé Burning Door Networked Media. Cuando leí este libro no dejaba de pensar una y otra vez, «¿dónde estabas entonces cuando tanto te necesité?», pues su contenido me hubiera ahorrado notables cantidades de tiempo y dinero en mi viaje.

Brad y Jason han escrito un libro de gran importancia para cualquier aspirante a emprendedor, estudiante, o emprendedor primerizo. Pero el libro no es solo para ellos, ya que según lo leía he ido encontrado nuevas perlas de sabiduría que aún con toda la experiencia que tengo las puedo poner en buen uso. Y si tú eres un inversor VC o aspiras a serlo, da un paso al frente y léete esto para estar seguro de que tienes todas las armas para entender por completo la dinámica de tu negocio. Finalmente, si tú eres un abogado que haces operaciones para ganarte la vida, hazte un favor y léete también esto, aunque solo sea para tener armas con las que torturar a tus adversarios.

Dick Costolo

CEO de Twitter (2010-15)

Prefacio

Una de las maneras de financiar una empresa consiste en obtener capital riesgo. Mientras que solo un pequeño porcentaje de empresas lo consiguen, muchas de las grandes empresas tecnológicas que se han creado como Google, Apple, Cisco Systems, Yahoo!, Netscape, Sun Microsystems, Compaq, Digital Equipment Corporation y America Online (AOL) levantaron capital riesgo en etapas tempranas de su existencia. Algunas de las compañías de más rápido crecimiento en la actualidad como Facebook, Twitter, LinkedIn, Zynga y Groupon también lo han recibido.

En los últimos 17 años, los autores hemos estado involucrados en cientos de operaciones de capital riesgo. Hace seis años, después de una operación particularmente compleja, decidimos escribir una serie de *posts* en el blog de Brad con el objetivo de desmitificar el proceso de financiación a través de capital riesgo. El resultado fueron una serie de *posts* sobre la lista de condiciones planteadas en una operación de compraventa de una empresa, lo que se conoce como *term sheet*, y que sirvieron de inspiración para este libro.

Con cada nueva generación de emprendedores resurge un renovado interés por saber cómo se llevan a cabo las operaciones de capital riesgo. Como profesionales de la industria hemos coincidido con bastantes de estos emprendedores primerizos, que han trabajado en nuestra firma Foundry Group (www.foundrygroup.com) y colaborado en la aceleradora TechStars (www.techstars.org). A menudo nos recordaban que no había ninguna guía definitiva sobre operaciones de capital riesgo, y por eso nos decidimos a crear una.

Además de describir este tipo de operaciones en profundidad, hemos tratado de determinar el contexto que rodea a quienes participan en ellas, la dinámica de las operaciones, y cómo funcionan los fondos de capital riesgo. Igualmente decidimos incorporar un capítulo sobre negociación, aunque solo fuera para proporcionar un punto de vista sobre cómo funciona el cerebro de un profesional del capital riesgo en estas situaciones (o al menos el de nosotros dos). También decidimos explicar el otro *term sheet* que los emprendedores más afortunados recibirán: concretamente el acuerdo de intenciones que le presenta un comprador formalmente interesado en adquirir su compañía. Es lo que se conoce como la carta de intenciones o *letter of intent (LOI)*.

Hemos tratado de ofrecer una visión equilibrada entre la perspectiva del emprendedor y la del inversor de capital riesgo. Como inversores especializados en las etapas iniciales de las empresas sabemos que nuestra perspectiva está sesgada hacia ese estadio inicial —*early stage*—, pero con todo trataremos de proporcionar un contexto que sea aplicable a cualquier etapa de financiación. Por último, cada vez que podamos, trataremos de reírnos un poco a costa de los abogados.

Esperamos, querido lector, que este libro te sea útil en tu aventura para crear una gran empresa.

Público al que nos dirigimos

La primera vez que concebimos este libro planteamos orientarlo a emprendedores sin experiencia. Los dos tenemos una larga historia financiando y trabajando con ese tipo de emprendedores y muchas veces aprendemos más de ellos que ellos de nosotros. Al participar en TechStars hemos escuchado, de parte de nuevos emprendedores, una amplia gama de preguntas sobre financiación y capital riesgo. En este libro hemos tratado de abordar esas preguntas de manera integral.

Mientras escribíamos el libro nos dimos cuenta de que también le iba a ser útil a emprendedores experimentados. Varios de los que leyeron los primeros borradores o sabían de lo que estábamos escribiendo nos comentaban que «ojalá hubiera existido un libro como éste cuando empezaron su primera empresa». Cuando les preguntábamos si el libro les sería útil hoy, muchos decían: «sí, por supuesto». Varias secciones del libro, entre ellas las dedicadas a la negociación y al funcionamiento de los fondos de capital riesgo, se inspiraron en largas conversaciones durante cenas con empresarios experimentados que nos decían que tenían que escribir al respecto, ya fuera en nuestro blog o en un libro. Pues bien, ¡aquí están!

Por supuesto, antes de ser un nuevo emprendedor, uno ha sido aspirante a emprendedor. Este libro es igualmente relevante para los aspirantes a emprendedor de cualquier edad. Además, cualquier estudiante interesado en emprendimiento, ya sea de escuela de negocios, facultad de derecho, programa de grado o de máster debería beneficiarse de este libro. Los dos hemos impartido muchas clases sobre los temas tratados en este libro y esperamos que se convierta en lectura obligatoria para cualquier evento formativo o divulgativo sobre emprendimiento.

Hubo una vez en que fuimos inversores sin experiencia. Aprendimos sobre

todo prestando atención a inversores de capital riesgo más experimentados, así como participando activamente en operaciones. Esperamos que este libro se convierta en una herramienta más de las que están disponibles para cualquier joven o aspirante a inversor de capital de riesgo.

Si bien el libro está destinado a emprendedores, esperamos también que sea de utilidad a los abogados (especialmente para aquellos que no tienen mucha experiencia en operaciones de capital riesgo) y confiamos en que los inversores experimentados también se beneficien de que hayamos puesto todos estos pensamientos en un solo lugar. Por lo menos esperamos que recomienden el libro a sus colegas menos experimentados.

En un primer borrador variamos el uso del género en los pronombres utilizando *ella* de forma intencionada a lo largo del libro. Sin embargo, mientras lo revisábamos, descubrimos que era confuso el uso de ambos géneros y hacía el libro menos legible. Así que optamos por utilizar el pronombre masculino en todo momento como pronombre genérico para ambos géneros. Somos conscientes y sensibles en lo que se refiere a las cuestiones de género tanto en ciencias informáticas como en emprendimiento en general; Brad ha trabajado durante varios años como presidente del *National Center for Women and Information Technology* (www.ncwit.org). Esperamos que nuestras lectoras estén de acuerdo con este enfoque y esperamos que algún día a alguien se le ocurra la manera de expresar un verdadero género neutro.

Por último, los beneficiarios inesperados de este libro son los cónyuges de los inversores de capital riesgo, abogados y emprendedores; y especialmente de aquellos emprendedores que participan activamente en una operación. Aunque Amy, la esposa de Brad, rápidamente diga que «todo lo que he aprendido acerca de capital de riesgo ha sido oyendo tus llamadas telefónicas», esperamos que otros cónyuges pueden echar mano de este libro de vez en cuando. Esto puede ser especialmente útil cuando tu pareja necesite un poco de empatía mientras se queja de que su inversor está tratando de hacerle tragar, por ejemplo, con un paquete de acciones preferentes.

Descripción general de los contenidos

Comenzamos con una breve historia de los *term sheets* en capital riesgo y un análisis de las diferentes partes que participan en las transacciones de capital riesgo.

A continuación explicamos cómo financiarse con dinero de un inversor de

capital riesgo, determinando cuánto dinero debería conseguir un emprendedor y qué tipos de materiales se necesitarán antes de lanzarse al camino de levantar fondos. Se incluye en este capítulo un análisis del proceso que muchos inversores de capital riesgo siguen para decidir qué empresas financiar.

A partir de ahí nos sumergimos profundamente en las condiciones particulares que se incluyen en los *term sheets* de las operaciones de capital riesgo. Hemos dividido esa parte del libro en tres capítulos: condiciones económicas, cláusulas de control, y otros términos. Nos esforzamos en dar una visión equilibrada de los detalles de estos términos junto con las estrategias para llegar a un acuerdo justo.

Tras los capítulos sobre condiciones, el libro expone de manera abierta cómo funcionan las firmas y fondos de capital riesgo, incluyendo cómo se les motiva y remunera. A continuación se analiza cómo estas realidades estructurales pueden afectar a las perspectivas de que una empresa sea financiada o cómo podría afectar a la relación entre el inversor de capital riesgo, su firma, y el emprendedor, una vez hecha la inversión.

Dado que el proceso de financiación implica mucha negociación, el libro contiene una introducción a las negociaciones y a la forma en que ciertas estrategias pueden funcionar mejor o peor en el mundo del capital riesgo. También intentamos ayudar al emprendedor a que aprenda las maneras de cerrar una transacción de capital de riesgo, evitando errores y trampas comunes.

Puesto que no existe una operación de capital de riesgo estándar, cubrimos diferentes cuestiones a tener en cuenta, dependiendo de la etapa de financiación por la que la empresa esté pasando.

Como extra hemos incluido un capítulo acerca de otro importante *term sheet* que los emprendedores necesitan conocer: la carta de intenciones (LOI), en la que alguien les propone adquirir su empresa.

Finalmente, terminamos con consejos sobre varios asuntos legales comunes a los que la mayoría de las *startups* se enfrentan. Aunque no es una tesis doctoral sobre todo lo que un emprendedor debe saber, hemos tratado de incluir algunas cuestiones importantes a las que creemos que se tiene que prestar atención.

A lo largo del libro hemos involucrado a un amigo cercano y emprendedor de toda la vida, Matt Blumberg, CEO de Return Path, para que aporte su perspectiva. Cada vez que veas una sección llamada *La perspectiva del*

emprendedor se tratará de los comentarios de Matt respecto al apartado anterior.

Materiales adicionales

Junto con este libro, hemos creado algunos materiales adicionales que puede que quizás le interese revisar. Todos ellos están en la web Ask the VC: www.askthevc.com

AsktheVC comenzó hace varios años como una página de preguntas y respuestas que nosotros gestionábamos. Recientemente hemos añadido una nueva sección llamada *Resources (Recursos)* donde el lector puede encontrar muchos modelos estándar de documentos usados en operaciones de capital riesgo (en inglés). Incluyen el *term sheet* así como todos los documentos generados a partir del mismo, como parte de una operación financiera de capital riesgo.

Hemos incluido los formularios estándar que utilizamos en Foundry Group (sí, podrá utilizarlos si alguna vez financiamos su empresa). También hemos incluido enlaces para los documentos estándar más populares que utiliza la industria actualmente, junto con comentarios acerca de las ventajas y desventajas de su uso.

Jason Mendelson y Brad Feld

Octubre 2012

Agradecimientos

No habríamos podido escribir este libro sin la ayuda de muchas personas.

Un enorme agradecimiento va para Matt Blumberg, CEO de Return Path, por todos sus comentarios perspicaces como emprendedor. Matt nos escribió todos los textos de *La perspectiva del emprendedor* a lo largo del libro, y sus comentarios nos ayudaron (y probablemente te ayudarán a ti) a centrarnos en las cuestiones clave desde el punto de vista del emprendedor.

Nuestros socios de Foundry Group, Seth Levine y Ryan McIntyre, nos aguantaron cada vez que Brad decía «estoy trabajando en el libro de Jason de nuevo», y cada vez que Jason decía que estaba «trabajando otra vez en el libro de Brad». Nuestras asistentes, Kelly Collins y Jill Spruiell, nos fueron valiosísimas en este proyecto, como siempre, y también agradecemos el apoyo del resto del personal de Foundry Group. Sois el mejor equipo que nadie podría tener.

Un buen número de amigos, colegas y mentores revisaron los primeros borradores del libro y nos dieron un amplio *feedback*. Queremos dar las gracias a las siguientes personas por tomarse el tiempo de mejorar de manera significativa este libro: Amy Batchelor, Raj Bhargava, Jeff Clavier, Greg Gottesman, Brian Grayson, Douglas Horch, David Jilk, TA McCann, George Mulhern, Wiley Nelson, Heidi Roizen, Ken Tucker, y Jud Valeski.

Jack Tankersley, uno de los padres de la industria del capital de riesgo del estado de Colorado, nos proporcionó un buen número de los libros de cuentas que usó en sus primeras operaciones mientras trabajaba en Centennial Funds. Además de relatar fascinantes historias de aquellas legendarias primeras operaciones de capital de riesgo, nos confirmó también que los *term sheets* no han evolucionado mucho en los últimos 30 años. También nos gustaría dar las gracias a Jack por los amplios comentarios que hizo en un primer borrador del libro.

Gracias a Bill Aulet y Patricia Fuligni del MIT Entrepreneurship Center por ayudarnos a localizar la correspondencia original de Digital Equipment Corporation (DEC) entre Ken Olson y Georges Doriot.

Nuestros hermanos de la industria capital de riesgo, conscientes de ello o no, han tenido un gran impacto en este libro. La lista de los que hemos aprendido

tanto cosas buenas como malas es tan larga que no podemos enumerarlos. Pero queremos dar las gracias a todos ellos por acompañarnos en nuestro viaje y por ayudarnos a crear empresas increíbles. No podemos pensar en nada que prefiramos estar haciendo profesionalmente y de lo que podamos aprender algo nuevo cada día.

Hemos trabajado con muchos abogados a lo largo de los años, de los cuales otros tantos nos llevaron a la Universidad a hablar sobre diversos temas cubiertos en este libro. Les damos las gracias a todos por su ayuda, asesoramiento, formación y diversión. En especial nos gustaría agradecer a nuestros amigos Eric Jensen y Mike Platt, de Cooley LLP, por su ayuda constante durante la niebla de una negociación. Eric fue mentor, jefe y amigo de Jason mientras trabajaba en Cooley, y fue el primero que le enseñó cómo funcionaba todo esto.

Nos gustaría dar las gracias a uno de los primeros mentores de Brad, Len Fassler, por prender la chispa de la que nació este libro. Len presentó a Mateo Kissner, miembro de la junta directiva de la editorial John Wiley & Sons, lo que dio luego lugar a un contrato para escribir dos libros para Wiley en el que se incluía *Do More Faster: TechStars Lessons to Accelerate Your Startup* por Brad y David Cohen. Aunque *Do More Faster* se publicó primero, fue la idea de este libro la que en un principio capturó la atención de varias personas en Wiley.

A Brad le gustaría dar las gracias a Pink Floyd por *The Dark Side of the Moon* y *Wish You Were Here*, dos álbumes que lo sostuvieron durante el aparentemente interminable ciclo de «relee y revisa esto una vez más». Él también quisiera dar las gracias al magnífico personal de Canyon Ranch en Tucson por ofrecerle un lugar tranquilo donde trabajar durante la última semana antes de que terminara el plazo para «finalizar el borrador definitivo».

A Jason le gustaría agradecer a la Facultad de Derecho de la Universidad de Colorado y en especial a Brad Bernthal y Phil Weiser por dejarle someterse al escrutinio de los estudiantes de derecho y empresariales mientras les enseñaba muchos de los temas contenidos en este libro. Un agradecimiento especial es para Herbie Hancock, por proporcionar música de fondo a Jason mientras trabajaba en este libro.

Finalmente, queremos dar las gracias a todos los emprendedores con los que hemos tenido la oportunidad de trabajar. Sin vosotros no tendríamos nada que hacer. Esperamos que se sientan orgullosos de nuestro intento por amalgamar en este libro toda la sabiduría colectiva que hemos conseguido trabajando con vosotros.

Introducción

El arte del *term sheet*

Una de las primeras inversiones de capital riesgo que se hizo famosa fue la de Digital Equipment Corporation (DEC). En 1957 la American Research and Development Corporation (AR&D), una de las primeras firmas de capital riesgo, invirtió 70.000\$ en DEC. Cuando DEC salió a bolsa en 1968 su inversión valía más de 355 millones de dólares, lo que supuso un retorno de más de 500 veces el capital invertido. La inversión de AR&D en DEC fue uno de los primeros grandes éxitos de la industria.

En 1957 se acababa de crear la industria de capital de riesgo. Por entonces, la comunidad de inversores de Estados Unidos no estaba interesada en invertir en empresas de informática ya que la última hornada de *startups* del sector estaba teniendo malos resultados, e incluso las grandes empresas estaban teniendo dificultades para hacer dinero en el negocio informático. Podemos imaginar la frustración de los cofundadores de DEC, Ken Olson y Harlan Anderson, al hablar con inversores que no les hacían caso y que rechazaban la idea de su negocio en ciernes. También podemos imaginar su alegría cuando Georges Doriot, fundador de American Research and Development Corporation, se ofreció a financiarlos. Después de una serie de conversaciones y reuniones, Doriot envió a Olson y Anderson una carta expresando su interés por invertir junto con los términos propuestos. Hoy en día a este documento se le llama *Term Sheet*. Se trata de una lista de condiciones que de ahora en adelante mencionaremos como *termsheet*.

Imagina ahora como era aquel *term sheet*. Hay tres posibilidades diferentes. La primera es que se trataba de un documento a máquina de una página que decía «nos gustaría invertir 70.000 dólares en su empresa y comprar el 78% de la misma». La siguiente posibilidad es que se trataba de dos páginas de condiciones legales que básicamente decían «nos gustaría invertir 70.000 dólares en su empresa y comprar el 78% de la misma». O podría haber sido también un escrito de ocho páginas con toda clase de cláusulas de protección, acuerdos de adquisición de derechos sobre acciones, cláusulas de arrastre, y derechos de registro en la Comisión del Mercado de Valores.

Lo más probable, suponemos, es que no fuera la tercera opción. En los últimos 50 años el arte de escribir *term sheets* ha evolucionado y mejorado

hasta alcanzar su estado actual de una obra maestra de 8 o más páginas de literatura. Estas 8 páginas contienen mucho más que un simple «nos gustaría invertir X dólares en su empresa, y obtener Y% de ella», pero, como se irá dando cuenta, realmente solo son DOS las cosas que importan en la negociación de un *term sheet*: términos económicos y control.

En el caso de DEC, al poseer el 78% de la empresa, AR&D tenía su control efectivo. Y el precio estaba claramente definido: 70.000\$ que compraron el 78% de la compañía, lo que resultaba en una valoración *postmoney* de 90.000\$.

Las inversiones de capital de riesgo de hoy en día tienen muchos más matices. Los inversores y fondos de capital riesgo o *Venture Capital*, a los que en adelante denominaremos VC o fondos de capital riesgo, por lo general terminan siendo propietarios de menos del 50% de la empresa, por lo que su voto no sirve para tener un control efectivo, aunque a menudo se negocian cláusulas que les dan control sobre las principales decisiones de la compañía. Muchas compañías terminan con varios inversores de capital riesgo que invierten en la empresa en diferentes períodos de tiempo, dando lugar a diferentes porcentajes de propiedad, derechos variados, y motivaciones diversas. Los fundadores no siempre se quedan en la empresa hasta que se produce la salida del inversor y, en algunos casos, por una serie de razones diversas, terminan marchándose en un momento relativamente temprano de la vida de la misma. Las compañías fracasan, y los inversores de capital riesgo se han centrado más en protegerse a sí mismos de lo malo así como en participar de lo bueno. Las cuestiones de gobierno corporativo son siempre complejas, especialmente cuando tienes mucha gente sentada en torno a la mesa de negociación.

Aunque sería deseable hacer operaciones de capital de riesgo con un simple acuerdo sobre el precio, un apretón de manos y un breve contrato legal, eso rara vez sucede. Y si bien ha habido muchos intentos por estandarizar los *term sheets*, al cabo de los años, la proliferación de abogados, capitalistas de riesgo y emprendedores, a lo que hay que añadir un número cada vez mayor de operaciones, han impedido que esto sucediera. Lo irónico es que los documentos usados realmente se han ido estandarizando con el tiempo. Sea porque en la era de internet la información se ha extendido a todo el ecosistema, sea porque los clientes se están hartando de pagar facturas legales, al final los documentos se parecen entre sí más que nunca. El resultado es que hoy nosotros podemos usar nuestra experiencia para explicarle cómo se suelen hacer las operaciones de capital riesgo. La buena noticia es que una vez que haya negociado el *term sheet*, la parte más dura ya

estará hecha. Por eso es precisamente ahí donde vamos a centrar nuestra energía en este libro.

Comencemos nuestra exploración del mundo de la financiación por capital de riesgo analizando a los distintos actores involucrados.

1. Los jugadores

Aunque pueda parecer que solo hay dos participantes en la danza de las rondas de financiación —el emprendedor y el fondo de capital de riesgo— a menudo hay otros, como pueden ser los *business angels*, los abogados y los mentores. Cualquier emprendedor que haya creado una empresa que haya pasado por múltiples rondas de financiación sabe que el número de personas involucradas puede descontrolarse rápidamente, sobre todo si uno acaba no sabiendo quién toma en realidad las decisiones en cada etapa del camino.

La experiencia, la motivación y el poder relativo de cada participante en una ronda de financiación pueden ser un tema complejo, y las repercusiones son a menudo misteriosas. Comenzaremos nuestro viaje por entender una operación de capital riesgo, asegurándonos de que comprendemos a cada jugador y las dinámicas que rodean a cada participante.

El emprendedor

Aunque no todos los inversores se dan cuenta, el emprendedor es el centro del universo del emprendimiento. Sin emprendedores no habría ni *term sheets* ni ecosistema de *startups*.

A lo largo de este libro usamos la palabra emprendedor y fundador de manera intercambiable. Mientras que algunas compañías tienen un solo fundador, muchas tienen dos, tres, o incluso más. A veces estos cofundadores son iguales; otras veces no. Independientemente de su número, cada uno tiene un papel clave en la creación de la empresa y en cualquier ronda de financiación que se produzca.

Los fundadores ni pueden ni deben subcontratar su intervención en las rondas de financiación a sus abogados. Hay muchos asuntos en una negociación financiera que solo los emprendedores pueden resolver. Incluso si contratan a un abogado fantástico que sepa de todo no deben olvidar que si el abogado y sus futuros inversores no se llevan bien habrá que lidiar con grandes problemas. Si tú eres el emprendedor, asegúrate de dirigir y controlar el proceso.

Las relaciones entre los fundadores al comienzo de la vida de una empresa son casi siempre buenas. Si no fuera así, el *term sheet* y la ronda de

financiación correspondiente serían probablemente el menor de sus problemas. Sin embargo, a medida que pasa el tiempo, la relación entre los cofundadores a menudo se deteriora. Puede deberse a muchos factores: el estrés del negocio, la competencia, la personalidad de cada uno, o incluso un cambio en las prioridades de la vida como un nuevo cónyuge o hijos.

Cuando esto pasa, a menudo uno o más fundadores dejan la empresa, a veces de buenas maneras y a veces no tan buenas. Algunos inversores saben que lo mejor es anticiparse directamente a este tipo de problemas e intentar diseñar cláusulas que predefinan cómo comportarse en estas situaciones. Los inversores tratan con frecuencia de proteger a los fundadores de sí mismos asegurándose de que las cosas pueden resolverse limpiamente, sin alterar a la empresa más allá de lo que ya lo hace la marcha de uno de ellos.

Nosotros cubrimos estas situaciones con términos como *vesting arrangements* (acuerdos de adquisición / consolidación de derechos sobre acciones, cumplidas determinadas condiciones, hitos temporales u otros, en adelante acuerdos de *vesting*, o simplemente *vesting*) consolidación de derechos de compras de participaciones, derechos de arrastre, y derechos de acompañamiento en la venta. Cuando lo hacemos analizamos tanto la perspectiva del inversor como la del emprendedor. A lo largo del libro irás viendo que hemos estado en los zapatos de ambos y nos esforzamos por llegar a un equilibrio adecuado en nuestros comentarios.

El fondo de capital riesgo

El fondo de capital riesgo (VC) es el siguiente personaje del *term sheet*. Los VC tienen muchas formas, tamaños y niveles de experiencia. Si bien la mayoría —aunque no todos— manifiestan ser amigables con los emprendedores, muchos se quedan por debajo de sus aspiraciones. Los primeros indicios de este hecho aparecen a menudo durante la negociación de un *term sheet*.

Los fondos de capital riesgo tienen jerarquías propias que es importante que los emprendedores entiendan. Más adelante nos adentraremos en los profundos y oscuros secretos de las motivaciones y honorarios de los VC, y de cuáles son sus incentivos. Por ahora vamos a considerar a los VC como seres humanos y hablaremos solo de las personas.

A la persona de más alto rango en el fondo se le suele llamar Director General (*Managing Director* o MD) o GP (Socio General, *General Partner* o GP). En algunos casos, estos títulos tienen un prefijo adicional como Director Gerente

Ejecutivo (*Executive Managing Director*) o Socio Fundador General (*Founding General Partner*) para indicar más antigüedad sobre los demás directores o socios generales. Estos VC son los que toman la decisión final de invertir y quienes se sientan en los consejos de administración de las compañías en las que invierten.

Los *principals* o directores, suelen ser los siguientes en rango. Son socios *junior* que trabajan para subir peldaños en la escalera que conduce hasta la dirección general. Los *principals* suelen tener ciertas responsabilidades en las operaciones, pero casi siempre requieren del apoyo de un *Managing Director* o un *General Partner* para que la operación prospere y se mueva internamente dentro del fondo de capital riesgo. Por consiguiente, aunque el director tenga algo de poder, probablemente no pueda tomar una decisión final.

Los asociados no tienen por lo general un papel principal en una operación. En vez de ello trabajan para uno o más socios que dirigen las operaciones, normalmente *general partners*. Los asociados hacen una gran variedad de cosas, entre ellas explorar nuevas operaciones, ayudar en la *due diligence* de operaciones en marcha, y redactar interminables notas internas describiendo posibles inversiones. También es probable que sean las personas del fondo que se pasan la mayor parte del tiempo con la tabla de distribución de acciones (*capitalization table* o *cap table*), que es la hoja de cálculo que define los aspectos económicos de la operación. Muchos fondos tienen un programa para asociados, que suele durar dos años, después del cual el asociado deja el fondo para ir a trabajar a una compañía de la cartera, ir a una escuela de negocios, o crear su propia empresa. De vez en cuando los asociados estrella son promocionados a directores o *principals*.

Los analistas están al final del escalafón. Son gente muy junior, normalmente recién graduados, que se sientan en una habitación sin ventanas al fondo del pasillo, alejados de todo el mundo, para estrujar números y escribir informes y notas. En algunos fondos los analistas y asociados desempeñan y tienen funciones similares; en otras, los asociados están más centrados en las operaciones. En cualquier caso, los analistas son generalmente personas inteligentes que, por lo general, tienen poderes y responsabilidades muy limitados.

Algunos fondos, especialmente los más grandes, tienen también una variedad de socios empresariales (*venture partners*) o socios operativos (*operating partners*). Estos suelen ser emprendedores expertos que tienen una relación a tiempo parcial con la firma de capital riesgo. Aunque pueden tener la

capacidad de proponer una operación, a menudo necesitan del apoyo explícito de uno de los socios generales, como le pasaría también a un director corriente para llevar a cabo la operación. En algunos fondos, los socios operativos no proponen operaciones pero tienen un papel activo en la gestión de alguna inversión como presidentes o miembros del consejo de administración.

Los emprendedores residentes (*entrepreneurs in residence* o EIR) son otro tipo de personal a tiempo parcial en un fondo de capital riesgo. Suelen ser emprendedores con experiencia que pasan una temporada en una entidad de capital riesgo mientras preparan su próximo proyecto. A menudo ayudan a los VC presentando a gente y proyectos interesantes, también en las *due diligence*, y aportando su *networking* durante el período de 3 a 12 meses que suelen estar por la compañía. Algunos VC pagan a sus emprendedores residentes; otros simplemente les proporcionan espacio gratuito y un acuerdo implícito de invertir en su próxima empresa.

En los fondos pequeños de capital riesgo puede que solo trates con socios generales. Por ejemplo, en nuestra empresa, Foundry Group, tenemos un total de cuatro socios, y a todos los llamamos socios generales, cada uno con la misma responsabilidad, autoridad y poder. En los fondos más grandes puedes tratar con un amplio surtido de socios generales, directores, asociados, analistas, socios operativos, emprendedores residentes, y otros cargos.

Los emprendedores deben investigar las firmas de capital riesgo con las que están tratando para saber con quién hablan, cuál es su poder de decisión, y cuál es el proceso que sigue una operación para ser aprobada. La mejor fuente para este tipo de información son otros emprendedores que han trabajado con esa empresa de capital riesgo en el pasado, aunque también te sorprenderías de todo lo que puedes averiguar con solo leer cómo la entidad de capital riesgo se presenta en su página web. Si todo lo demás falla, siempre puedes preguntar directamente al VC cómo funcionan las cosas, aunque cuanto más bajo trates en la jerarquía de la firma, menos fiable será la información que obtengas.

La perspectiva del emprendedor

Los socios generales (GP) representan el núcleo de los fondos de capital de riesgo. Si hay otras personas analizando o llevando a cabo la operación (asociados, asociados senior, directores, socios empresariales, o emprendedores en residencia) trátalos con mucho respeto, pero insiste también en mantener una relación directa con un socio. Cualquiera que no sea uno de ellos es poco probable que permanezca en la entidad a largo plazo. Los socios son los que importan y quienes tomarán las decisiones importantes sobre tu empresa.

El inversor ángel (*Angel Investor* o *Business Angel*)

Además de los inversores de capital riesgo, tu grupo de inversores es probable que incluya inversores particulares generalmente llamados inversores ángel, *angel investor* o *business angels*. Estos inversores son a menudo una fuente clave de capital en la inversión en fases iniciales, y son muy activos en las primeras rondas de inversión (etapa semilla —conocida también como *seed*—). Los *business angels* pueden ser inversores profesionales, emprendedores de éxito, amigos o familiares.

Muchos fondos de capital riesgo se sienten cómodos invirtiendo con *business angels* y con frecuencia alientan su participación activa en los primeros momentos de vida de una empresa. Por eso los *business angels* son un componente importante en la serie de rondas de financiación. Sin embargo, no todos los *business angels* son iguales, ni todos los VC comparten la misma opinión sobre ellos.

Aunque los *business angels* invierten en diferentes momentos, por lo general lo hacen en las primeras rondas y con frecuencia no participan en las siguientes. En los casos donde todo va bien esto es raramente un problema. Sin embargo, si la empresa pasa por baches y tiene problemas para financiarse, la participación de los *business angels* en rondas futuras se puede cuestionar. Algunas de las cláusulas que analizaremos en este libro, como la cláusula *pay-to-play* (paga para jugar) o el derecho de arrastre, están específicamente diseñadas para ayudar a los VC a forzar un determinado comportamiento de los *business angels* (y de otros VC) en las rondas de financiación que son difíciles.

Los inversores ángel suelen ser personas con un alto patrimonio neto, aunque no siempre. La SEC (la agencia norteamericana de control del mercado de valores) tiene unas reglas estrictas respecto a los llamados *inversores acreditados*, y deberá asegurarse de que cada uno de sus *business angels* lo sea o sea una excepción reconocida. La mejor manera de estar seguro es pedirle a tu abogado asesoramiento sobre la normativa.

Algunos *business angels* hacen muchas pequeñas inversiones. Recientemente se les ha empezado a llamar superángeles a esos inversores tan activos o promiscuos. Estos superángeles son a menudo emprendedores expertos que han tenido una o más salidas exitosas de sus inversiones, y han decidido invertir su propio dinero en nuevas *startups*. En la mayoría de los casos los superángeles son bien conocidos en los círculos emprendedores y con frecuencia son de gran ayuda para las primeras etapas de una empresa.

Según incrementan los superángeles sus inversiones, estos suelen captar más capital de sus amigos, de otros emprendedores o de instituciones. Llegados a este punto el superángel suele levantar un fondo similar a uno de capital riesgo y, de facto, se convierte en un superángel institucionalizado que está comenzando a ser conocido como un micro VC. Si bien estos micro VC quieren seguir siendo considerados *business angels* en vez de inversores de capital riesgo, una vez que hayan captado dinero de otras personas asumen la misma responsabilidad fiduciaria con sus inversores que la que tendría un VC, y como resultado, en realidad son simplemente VC.

Es importante recordar que no existe un *business angel* genérico (ni tampoco un VC genérico). Meterlos a todos en el mismo saco y referirse a ellos como un solo grupo puede ser peligroso. Nunca asumas que estas personas son todas iguales. Todos tienen sus propios incentivos, presiones, experiencias y niveles de sofisticación. Sus características particulares suelen definir la relación de trabajo con ellos mucho más allá de cualquier cláusula que negociés.

La perspectiva del emprendedor

No te pongas en una posición en la que estés atrapado por tus *business angels*. Son importantes, pero rara vez están en condiciones de determinar la dirección de la empresa. Si tu grupo de *business angels* es una pequeña y difusa lista de amigos y familiares, considera constituir una sociedad limitada controlada por uno de ellos y creada a propósito como vehículo para que inviertan. Perseguir 75 firmas en medio de una ronda de financiación o durante la venta de una empresa no es divertido.

Los amigos y familiares también necesitan atención especial. Asegúrate de que entiendan desde el principio que (1) deben pensar en su inversión como un billete de lotería, y (2) cada vez que te vean en una fiesta o en un cumpleaños no comiencen una reunión de inversores.

El sindicato de inversores

Aunque algunos VC invierten solos, la mayoría lo hacen con otros. A esa agrupación de inversores se le llama *syndicate* (sindicato de inversores).

Cuando los inversores de capital riesgo aluden a los *syndicate*, a menudo se refieren a los principales participantes de la ronda de financiación, que son por lo general, pero no siempre, VC. El *syndicate* incluye a cualquier inversor, ya sea VC, *business angel*, superángel, inversor estratégico, corporación, despacho de abogados, o cualquier otra persona que termine adquiriendo capital social en la ronda de financiación.

La mayoría de los *syndicate* tienen un inversor líder (*lead investor*). Por lo general, pero no siempre, es uno de los VC. Dos VC a menudo codirigen un

syndicate, y a veces se pueden ver hasta tres colíderes.

Aunque no hay magia detrás de quien sea el inversor principal, el que haya uno a menudo hace que sea más fácil para los emprendedores focalizar sus energías durante la negociación. En lugar de negociar de manera dispersa con cada inversor, el líder asume a menudo la responsabilidad de negociar las condiciones para todo el *syndicate*.

Con independencia de quien sea el inversor principal, o de cómo sea la estructura del *syndicate*, el emprendedor es responsable de asegurarse de que se comunica con todos los inversores del *syndicate*. Aunque haya un líder que ayude a coordinar al resto, no asumas como emprendedor que no necesitas comunicarte con todos y cada uno de los inversores. ¡Tienes que hacerlo!

La perspectiva del emprendedor

Aunque tengas que comunicarte con todos los inversores, deberías insistir en que estén de acuerdo (al menos verbalmente) en que el inversor líder hable en nombre de todo el *syndicate* cuando trate los términos de la operación. Deberías evitar estar en una posición en la que tengas que negociar el mismo acuerdo varias veces. Si existen discrepancias en el *syndicate*, solicita ayuda al inversor principal.

El abogado

¡Ah los abogados! Seguro que pensabas que nunca llegaríamos a ellos. Durante las operaciones un gran abogado puede ser una gran ayuda, y un mal abogado puede ser un desastre.

Para el emprendedor, un abogado con experiencia, que entienda las operaciones de capital de riesgo, tiene un valor incalculable. Los VC invierten continuamente, los emprendedores solo consiguen levantar rondas de financiación de vez en cuando. Incluso un emprendedor muy experimentado corre el riesgo de quedar atrapado en un detalle en el que un VC ha pensado muchas veces.

Además de ayudar a negociar, un gran abogado puede ayudar a que el emprendedor se focalice en lo que realmente importa. Aunque este libro tratará todas las cláusulas que normalmente se presentan en una operación de capital riesgo, seguiremos repitiendo el sencillo mantra de que las cláusulas que realmente importan son las económicas y las de control. En las negociaciones a veces se producen un sinfín de pequeñas discusiones sobre puntos sin importancia, a veces por razones tontas, pero a menudo se utilizan como una estrategia para distraer la atención del asunto principal. Los VC son expertos en esto; un gran abogado te puede evitar caer en estas trampas.

Sin embargo, un mal abogado, o uno sin experiencia en operaciones de capital riesgo, te puede causar un sinfín de problemas. Además de salir perdiendo en las negociaciones, el abogado inexperto se centrará en los temas equivocados, luchará por cosas sin importancia, e incrementará su tarifa por ambas cosas. Lo hemos visto en numerosas ocasiones. Cada vez que un emprendedor utiliza a su primo, que es un abogado especializado en divorcios, nuestra posición antes de negociar es decirle tajantemente que necesita un abogado que esté enterado del tema.

Nunca te olvides de que tu abogado es un reflejo de ti mismo. Tu reputación en el ecosistema de las *startups* es importante, y un mal abogado te dejará una mancha. Además, una vez hecha la operación, los inversores serán tus socios. Por lo tanto, no querrás que un abogado malo o inexperto cree una tensión innecesaria en las negociaciones de la ronda de financiación que pueda trasladarse a la relación de socios que luego tengas con tus inversores.

La perspectiva del emprendedor

Al igual que no deseas que un abogado inexperto cree una tensión innecesaria en la negociación, tampoco dejes que un VC cuestione al abogado que hayas elegido simplemente porque no pertenezca a un despacho conocido a nivel nacional o porque le haya irritado. Es *tu* abogado, no el abogado del VC. Dicho esto, y para que las cosas salgan bien, necesitas estar lo más encima posible de las conversaciones para asegurarte de que tu abogado está siendo razonable y de que transmite la información de manera clara y amistosa.

Aunque los abogados suelen facturar por horas, muchos abogados expertos en inversiones de capital riesgo ponen un límite a sus honorarios antes de la operación. En el momento de escribir este libro en el año 2011, una operación para una empresa muy *early stage* se puede hacer por entre 5.000 y 15.000 dólares, y una operación normal se puede completar por entre 25.000 y 40.000 dólares. Los abogados de las grandes ciudades tienden a cobrar más, y si tu empresa tiene que limpiar/corregir algún asunto del pasado tus costes se incrementarán.

Si tus abogados y los abogados del VC no se llevan bien, la factura puede dispararse si no estás involucrado en el proceso. Si los abogados no están dispuestos a aceptar un límite moderado a sus tarifas, debe cuestionarse si saben lo que están haciendo.

Por si te pica la curiosidad, estas cifras han permanecido prácticamente sin cambios desde hace una década, mientras que las tarifas corrientes se han duplicado con creces en el mismo período de tiempo. Esto significa que la estandarización de documentos es una realidad, y también significa que el abogado medio le echa menos tiempo por operación que en la época antigua

(la década de 1990). Repetimos, el emprendedor debe asumir la responsabilidad de los resultados finales.

La perspectiva del emprendedor

No tengas miedo en insistir a tu abogado que acepte un límite bajo para sus honorarios, o incluso que solo le pagues con los fondos obtenidos en la operación. No hay ninguna razón, si eres un emprendedor sólido con un buen negocio, de que incluso un bufete de abogados de primer nivel presente su oferta a su comité ejecutivo y acepten ir a éxito.

El mentor

Todo emprendedor debería tener un grupo de mentores experimentados. Estos mentores pueden ser muy útiles en cualquier operación, sobre todo si conocen a los VC implicados.

Nos gusta llamar a esta gente mentores, en vez de asesores, ya que la palabra *asesor* a menudo implica que hay una relación contractual de pago. Es raro para una empresa, especialmente para una que comienza, llegar a acuerdos de pago con un asesor para llevar a cabo una ronda de financiación. Sin embargo, hay asesores que se aprovechan de los emprendedores al presentarse, ofrecer ayuda para conseguir dinero, y luego pedir como compensación una parte de la operación. Algunos de ellos incluso se atreven a pedirles que les paguen una tarifa de manera regular para ayudarles. Animamos a los emprendedores con empresas en estadios iniciales a que se alejen de estos asesores.

Por el contrario, los mentores ayudan a los emprendedores, especialmente a los que tienen empresas en etapas iniciales, porque en alguna ocasión alguien les ayudó a ellos. Muchos mentores terminan siendo de los primeros inversores ángel en esas compañías, o reciben una pequeña compensación en capital social por su trabajo en el consejo de administración o en un consejo asesor, aunque rara vez piden algo por adelantado.

Si bien tener mentores no es requisito, recomendamos vivamente a los emprendedores que los encuentren, trabajen con ellos, y construyan relaciones a largo plazo. Los beneficios son enormes y con frecuencia sorprendentes. La mayoría de los grandes mentores que conocemos lo hacen porque les gusta. Cuando esta es la motivación, a menudo verá que se desarrollan grandes relaciones.

La perspectiva del emprendedor

Los mentores son geniales. No hay ninguna razón para no dar a alguien una pequeña comisión de éxito

si realmente ayuda a conseguir dinero (no vale que te presenten por correo a un VC al que conocieron en un cóctel). A veces tendrá sentido compensar a los mentores con opciones sobre acciones, pero siempre y cuando puedas controlar los derechos sobre las mismas en función de lo satisfecho que vayas estando con la asesoría del mentor.

2. Cómo levantar capital

Tu objetivo cuando estés levantando una ronda de financiación debería ser conseguir varios *term sheets*. Podemos sugerir muchas cosas, pero no hay una única manera de hacerlo puesto que las operaciones terminan siendo de muchas maneras. Los VC no son un grupo homogéneo; lo que podría impresionar a unos, a otros les resulta indiferente. Aunque nosotros sepamos lo que nos funciona en nuestro fondo, cada fondo es diferente; así que asegúrate de saber con quién estás tratando, su enfoque, y qué tipo de información necesitarán durante el proceso. A continuación tendrás unas reglas básicas aunque no exhaustivas de lo que hay que hacer, junto con algunas otras sugerencias de lo que no se debe hacer.

«Hazlo o no lo hagas; pero no lo intentes»

Además de ser una marioneta pequeña, verde y peluda, Yoda era un hombre sabio. Su memorable frase al joven Luke Skywalker [<https://youtu.be/M1iilBb1x7I>] es una máxima que todo emprendedor debe internalizar antes de lanzarse al camino de levantar fondos. Tienes que creerte que tendrás éxito en tu búsqueda.

Cuando nos encontramos con gente que dice que están «tratando de conseguir dinero», «probando cosas», o «explorando diferentes opciones», no solo te deja frío sino que a menudo prueba también que no han tenido mucho éxito. Hay que empezar con una actitud que anticipe el éxito. Si no lo haces, los inversores olerán tu incertidumbre, e impregnará tus palabras y acciones.

No todos los emprendedores tendrán éxito cuando salgan a levantar rondas de financiación. El fracaso es parte clave del emprendimiento, pero, como con tantas cosas en la vida, la actitud impacta en el resultado, y este es uno de esos casos.

Determina previamente cuánto dinero quieres conseguir

Antes de emprender el viaje calcula cuánto dinero hay que conseguir. Esto te afectará en tu elección de las personas con las que hablarás durante el proceso. Por ejemplo, si quieres conseguir una ronda semilla de 500.000

dólares hablarás con inversores ángel, VC semilla, superángeles, micro VC, e inversores especializados en fases iniciales. Sin embargo si quieres conseguir 10 millones de dólares deberás comenzar con firmas de capital riesgo más grandes, ya que necesitarás a un inversor líder que pueda, al menos, firmar un cheque de 5 millones de dólares.

Aunque puedan crearse modelos financieros complejos para determinar hasta el último centavo la cantidad específica de capital que se necesita para llegar al flujo de caja positivo, de una cosa estamos seguros al 100%: dichos modelos estarán equivocados. Es muy importante que calcules el tiempo durante el que necesitas financiar tu empresa para poder llegar al siguiente hito de importancia. Si apenas comienzas, ¿cuánto tiempo te llevará tener listo tu primer producto para entregarlo a clientes? O, si ya tienes un producto en el mercado, ¿cuánto tiempo tardarás en llegar a tener un número concreto de usuarios o ingresos? ¿Cuál es el gasto mensual total (o *burn rate*) que se necesita para llegar a ese momento concreto? Si acabas de empezar y crees que te llevará seis meses tener un producto en mercado con un equipo de ocho personas, puedes calcular rápidamente que gastarás alrededor de 100.000 dólares al mes durante seis meses. Date un colchón de tiempo (por ejemplo, un año) y levanta 1 millón de dólares, para darte un margen de maniobra.

La cantidad de tiempo que vayas a necesitar dependerá en gran medida de cada negocio. En una empresa de *software* en etapa semilla deberías ser capaz de conseguir progresos reales en aproximadamente un año. Si lo que intentas es que la FDA (*Food and Drug Administration* o agencia norteamericana de alimentos y medicamentos) te apruebe un medicamento, necesitarás al menos varios años. No te obsesiones por ser exacto en esto, ni con tu modelo financiero, seguramente no acertarás (o como mucho tendrás una idea aproximada). Simplemente asegúrate de tener suficiente efectivo para llegar a un punto claro de éxito demostrable. Dicho esto, ten cuidado de no pasarte en detalles respecto a los hitos que se vayan a lograr; no querrás que aparezcan en tus documentos financieros como hitos específicos que luego tengas que conseguir.

Ten cuidado de no salir a pedir una cantidad mayor de la que necesites, ya que una de las peores posiciones en las que puedes estar durante tu ronda financiera es la de tener a los inversores interesados, pero demasiado alejados de tu objetivo. Por ejemplo, supongamos que eres una compañía en etapa semilla que necesita 500.000 dólares pero sales a buscar 1 millón. Una de las preguntas que probablemente te harán los VC y los *business angels* con los que trates será «¿cuánto dinero está ya comprometido en la ronda?». Si contestas «tengo 250.000 dólares comprometidos» un inversor normal podría

llegar a la conclusión de que nunca vas a cerrar la ronda, y frenaría su participación en la misma basándose simplemente en el estado en el que cree que está. Sin embargo, poder decir «llevamos 400.000 dólares de una ronda de 500.000, y hay sitio para uno o dos inversores más» es una frase con impacto para un posible *business angel*, ya que a la mayoría de los inversores les encanta formar parte de rondas sobresuscritas.

Por último, nosotros no creemos en los rangos en las rondas de financiación. Cuando alguien dice que está buscando de 5 a 7 millones de dólares nuestra primera pregunta es: «¿son 5 o 7 millones?». Aunque ofrecer un rango podría parecer menos comprometedor por si acaso no pudiera alcanzarse la parte alta del mismo, lo más probable es que tú quieras conseguir al menos la cifra más baja. Usar rangos te hace parecer como si apostararas a todos los caballos a la vez para no perder, o como si no hubieses meditado mucho la cantidad de dinero que realmente necesitas conseguir. En lugar de eso siempre te recomendamos indicar que estás buscando una cifra específica, y luego, cuando tengas más demanda de inversores de la que puedas manejar, siempre podrás levantar más.

Documentación para la ronda de financiación

Aunque los documentos exactos que vas a necesitar en tu camino financiero pueden variar mucho dependiendo del VC, hay algunos básicos que deberás crear antes de dar el primer paso. Como mínimo necesitarás una breve descripción de tu negocio, un resumen ejecutivo, y una presentación que a menudo se la denomina, no con demasiado cariño, «un PowerPoint». Algunos inversores te pedirán un plan de negocio o un memorando de colocación privada (*private placement memorandum* o PPM), aunque esto es más habitual en inversiones en etapas posteriores.

Hace años el aspecto físico de los documentos importaba. En la década de los 80 elaborados planes de negocio se imprimían profesionalmente en la copistería de la esquina y se enviaban por correo postal. Hoy en día prácticamente todos los materiales se envían por correo electrónico. La calidad todavía importa mucho, pero en consonancia con la forma apropiada. No te excedas con el diseño de tu información —no podemos enumerar cuántas veces nos han llegado estilizados resúmenes ejecutivos organizados de manera atractiva a la vista, pero careciendo por completo de sustancia—. Enfócate en el contenido y prepara a la vez una presentación sólida.

Por último, aunque nunca es un requisito, muchos inversores (como nosotros)

respondemos a las cosas con las que podemos jugar, por lo tanto, aunque tu empresa esté en etapas muy iniciales, tener un prototipo o una demostración es muy deseable.

Breve descripción de tu negocio

Necesitarás unos pocos párrafos que se puedan enviar por correo electrónico, a menudo conocidos como *discurso del ascensor* o *elevator pitch*, lo que significa que deberás ser capaz de decirlos en el lapso de tiempo que tarda un ascensor en ir desde el primer piso a la oficina de tu posible inversor. No lo confundas con el resumen ejecutivo, que analizaremos a continuación; el *pitch* tiene entre uno y tres párrafos que describen muy directamente al producto, equipo y negocio. No tiene por qué ser un documento separado que se adjunte al correo electrónico; es el cuerpo del correo, a menudo acompañado con un párrafo introductorio, especialmente si conoces a la persona o te han remitido a ella, y un párrafo final en el que solicitas de forma clara y directa el siguiente paso que quieres realizar, cualquiera que sea.

Resumen ejecutivo

El resumen ejecutivo es una descripción de tu idea, producto, equipo, y negocio desarrollado en un documento de una a tres páginas. Es un documento breve, conciso y bien escrito que constituye el primer documento de importancia y la primera interacción que probablemente tendrás con un potencial inversor con quien no hayas tenido un contacto previo. Piensa en el resumen ejecutivo como la base para su primera impresión, y piensa que es probable que circule dentro de la firma de capital riesgo, si es que tienen algún interés en lo que estás haciendo.

Trabaja duro en el resumen ejecutivo: cuanta más sustancia puedas meter en este breve documento más creará un VC que le has dado muchas vueltas a tu negocio. También es una señal directa de tus habilidades de comunicación. Un resumen mal escrito que deje fuera elementos clave de información hará que el VC asuma que no has pensado con detenimiento las cuestiones importantes o que estás tratando de ocultar los datos negativos de la empresa.

En resumen, habla del problema que estás solucionando y por qué es importante arreglarlo. Explica por qué tu producto es impresionante, por qué es mejor que lo que ya existe, y por qué tu equipo es el adecuado para desarrollarlo. Termina con algunos datos financieros de alto nivel para demostrar que tienes expectativas ambiciosas y sensatas sobre cómo

evolucionará tu empresa a lo largo del tiempo.

La primera vez que te comuniques con un inversor será probablemente por medio de un correo electrónico introductorio, tuyo o de otra persona que te presenta al VC, en el que se combina una breve descripción de tu negocio junto con un resumen ejecutivo que se adjunta al mensaje. Si tu primera interacción con un VC es un encuentro cara a cara, ya sea una conferencia, cafetería o ascensor, si le interesa lo que le ofreces seguramente te dirá algo así como «¿me puedes enviar un resumen ejecutivo?». Hazlo el mismo día en que te lo solicite para comenzar a meterle velocidad al siguiente paso del proceso.

Presentación

Una vez que hayas comenzado a relacionarte con un fondo de capital riesgo, enseguida se te pedirá que entregues o envíes por correo una presentación. A esta presentación también se le suele llamar *investor deck* o *deck*. Suele tratarse de una presentación en PowerPoint de 10 a 20 páginas para dar una detallada visión de conjunto del negocio. Hay muchos estilos de presentación y enfoques diferentes, y lo que vayas a necesitar dependerá del público (una persona, los socios de un fondo de capital riesgo, o 500 personas en un evento estilo *investor's day*). El objetivo de la presentación es comunicar la misma información que hay en el resumen ejecutivo pero usando un formato visual.

Con el tiempo han ido surgiendo diferentes maneras de presentar. Una presentación de tres minutos en un evento de *pitch* local es tan distinta de una presentación de ocho minutos en un *investor's day* de una aceleradora, como de una presentación de treinta minutos a los socios de un fondo de capital riesgo. Entérate de quién es tu público y orienta tu presentación hacia ellos. Date cuenta incluso de que el PowerPoint que envíes por correo y que da una visión general puede ser distinto del que presentes en persona, aunque cubran un material similar.

En cualquier caso échale tiempo en trabajarte el ritmo y formato de la presentación. En esta ocasión la forma importa y mucho: sorprende lo mucho más positiva que es la respuesta que se obtiene de unas diapositivas bien diseñadas y organizadas, sobre todo si tienes un producto de consumo en el que la experiencia del usuario sea vital para tu éxito. Si no tienes un buen diseñador en el equipo búscate un amigo que sea diseñador *freelance* para que te ayude a transformar tu presentación en algo visualmente atractivo. Dará frutos con creces.

La perspectiva del emprendedor

Menos es más cuando se trata de una presentación para inversores. Solo hay un puñado de cosas clave que los VC quieren comprender para emocionarse con la operación: el problema que se resuelve, el tamaño de la oportunidad, la solidez del equipo, la competencia que haya y/o la ventaja competitiva que tienes, tu plan de ataque, y el estado actual. Un resumen financiero, el uso que se le dará al capital, y los hitos que alcanzar son también importantes. La mayoría de las buenas presentaciones para inversores se pueden hacer en diez diapositivas o menos.

Plan de negocio (*Business Plan*)

No hemos leído un plan de negocio desde hace más de 20 años. Recibimos por supuesto montones de ellos, pero es algo que no nos importa demasiado cuando invertimos en áreas que conocemos bien, y por esa razón preferimos las demos e interacciones en vivo. Afortunadamente, hoy en día la mayoría de los planes de negocio llegan por correo electrónico, con lo que es fácil ignorarlos porque no tienes que tocarlos físicamente. No obstante, tienes que saber que a algunos VC les interesa mucho ver un plan de negocio, independientemente de que actualmente mucha gente piense que es un documento obsoleto.

El plan de negocio es generalmente un documento de aproximadamente treinta páginas que tiene todo tipo de apartados, y que uno aprende a hacer si va a una escuela de negocios. Se entra en mucho detalle en todas las facetas del negocio, es una ampliación del resumen ejecutivo que incluye apartados concretos sobre el mercado, producto, cliente objetivo, estrategia de llegada al mercado, equipo, y datos financieros.

Si bien pensamos que los planes de negocios preparados ex profeso para conseguir levantar fondos son una pérdida de tiempo, creemos que su redacción por parte de los emprendedores, es valiosa durante la planificación y el diseño de sus negocios. Hay muchas maneras de elaborarlos, entre ellas algunas aproximaciones centradas en usuarios o clientes, pero la disciplina de escribir lo que se piensa, las hipótesis del negocio, y lo que se cree que va a suceder, es todavía muy útil.

No estamos hablando ahora de un plan de negocio convencional, aunque pudiera ser una manera válida de trabajar. Por el contrario, si eres una empresa de *software*, plantéate usar alguna variante de la metodología *Lean Startup* que tenga como punto de partida la creación, puesta en marcha y test de un producto mínimo viable. O, en lugar de escribir un largo documento, utiliza un PowerPoint para organizar tu pensamiento en secciones claras, aunque sepas que vaya a ser muy diferente de la presentación que tengas que

dar a inversores potenciales.

En cualquier caso, es posible que te soliciten un plan de negocio. Prepárate para ello, planifica tu respuesta y lo que vayas a entregar en caso de que se te pida.

Memorando de colocación privada

Un memorando de colocación privada (*private placement memorandum* o PPM) es, en esencia, un plan de negocio tradicional envuelto en avisos legales que son a menudo tan largos como el propio plan. Se tarda mucho tiempo y dinero en prepararlo, y disfrutarás del privilegio de pagar miles de dólares a los abogados para que te revisen el documento y le incluyan un montón de repetitivas cláusulas legales para que estés seguro de que no dices nada por lo que luego te pudieran demandar.

Normalmente los PPM se preparan solo cuando los bancos de inversión están involucrados en la operación y recaudan fondos de grandes entidades y bancos que exigen un PPM. Dicho esto, hemos visto a un montón de empresas en fases iniciales contratar banqueros y preparar borradores de PPM. En nuestra opinión esto es una pérdida de tiempo y dinero. Cuando recibimos un correo de un banquero que nos envía el PPM de una compañía *early stage* inmediatamente sabemos que esa oportunidad de inversión no es para nosotros, y casi siempre la *archivamos* en la papelera.

Nuestra opinión es que si una empresa en etapas iniciales ha contratado a un banquero para ayudarle a levantar fondos, o bien no ha tenido éxito en su intento por hacerlo y tiene una última esperanza de que el banquero le ayude, o bien está mal aconsejada por sus asesores (que pueden estar al mismo tiempo cobrando una comisión por comercializar la oferta vía un PPM). Mientras que a muchos inversores en empresas en estadios avanzados les gusta mirarse todo el material que reciben de los bancos de inversión, nosotros pensamos por lo general que es una manera poco eficaz de que se nos aproxime una empresa en fase temprana.

Modelo financiero detallado

Lo único que sabemos de las predicciones financieras de las *startups* es que el 100% están equivocadas. Si eres capaz de predecir el futuro con precisión podemos sugerirte otras cosas que podrías estar haciendo aparte de estar arriesgándote por lanzar una nueva empresa. Además, cuánto más nueva sea la *startup* menos precisas serán las predicciones. Si bien sabemos que no

puedes predecir tus ingresos con ningún grado de precisión (aunque siempre nos ponemos muy contentos en los poco probables casos en que los ingresos llegan muy pronto y se crezca más rápido de lo esperado), el apartado de gastos de tu plan financiero es muy ilustrativo de lo que piensas sobre tu negocio.

No puedes predecir tus ingresos con ningún nivel de precisión, pero deberías ser capaz de administrar tus gastos exactamente según lo previsto. Tus datos financieros dirán cosas diferentes a diferentes inversores. En nuestro caso nos centramos en dos cosas: (1) los presupuestos asumidos en la previsión de ingresos (y no necesitamos una hoja de cálculo para enterarnos de cuáles son, basta con que hablemos de ellos) y (2) la velocidad del *cash burn* mensual o consumo de caja de la empresa. Como tu pronóstico de ingresos será incorrecto, tu pronóstico de flujo de caja también lo será. Sin embargo, si eres un gestor eficiente, sabrás cómo presupuestar esto centrándote en poner el incremento de consumo de caja por detrás del crecimiento esperado de ingresos.

A otros fondos de capital riesgo les atrae más trabajar con hojas de cálculo. Algunas empresas (generalmente aquellas con asociados o analistas ociosos) podrían ir al extremo de elaborar un análisis de descuentos de flujos de caja para determinar el valor de tu negocio. Otras se leerán los puntos incluidos en cada casilla y los estudiarán en detalle. Y a otras les importarán menos los detalles y se centrarán más en ciertas cosas importantes para ellas. Por ejemplo, ¿cuánto personal en total tendrás en los próximos trimestres y con qué rapidez se puede esperar conseguir usuarios/clientes? Aunque ninguno de nosotros conoce tu negocio mejor que tú, los fondos de capital de riesgo están en el negocio de reconocer patrones, y aplicarán su experiencia y marcos de referencia a tu modelo financiero a medida que evalúen lo bien que entiendes la dinámica financiera de tu negocio.

La demo

A la mayoría de fondos de capital riesgo les encantan las demos. En las 48 horas anteriores a escribir esta sección hemos jugado con un robot industrial, llevado un dispositivo que medía nuestro nivel de ansiedad, interactuado con un *software* que medía el número de veces que sonreíamos mientras veíamos un vídeo, visto un sistema de proyección que funcionaba en paredes curvas con una fidelidad increíble, y trasteado con un servicio web que adivinaba las noticias que nos interesaban basándose en una nueva manera de interpretar nuestros gráficos sociales. Nos hemos enterado más con los demos,

especialmente sobre nuestro interés emocional por los productos que con los que hemos jugado, que de lo que nos hubiera transmitido cualquier documento. También estas demostraciones nos daban la oportunidad de preguntar directamente a los emprendedores lo que pensaban sobre sus productos actuales y futuros, y recibíamos una impresión clara del entusiasmo y pasión de los emprendedores por los temas en los que estaban trabajando.

Creemos que una demo, prototipo o *alfa* es mucho más importante que un plan de negocio o modelo financiero para una empresa en fases muy tempranas. La demo nos presenta tu visión de manera tal que podemos interactuar con ella. Y lo que es más importante, nos demuestra que puedes crear algo y presumir de ello. Esperamos que a las demos les falten funcionalidades, que no sean bonitas, y que se cuelguen. Sabemos que es probable que la demo se caiga en el camino hacia un producto final, y que en lo que estamos invirtiendo evolucione mucho. Pero, como chavales de 14 años, lo que queremos es jugar.

Las demos son igualmente importantes para empresas existentes. Si tienes un producto complejo, busca una manera de poder lucirlo aunque sea por un corto período de tiempo. No necesitamos ver todas las funcionalidades; utiliza tu demo para contarnos una historia sobre el problema que tu producto resuelve. Y danos el volante: queremos jugar con la demo, no ser observadores pasivos. Mientras jugamos, obsérvanos con atención ya que sabrás muchísimo más de nosotros durante ese breve periodo de tiempo, mientras miras lo cómodos que estamos, si nuestros ojos se iluminan, y si realmente nos enteramos de lo que quieres conseguir.

Los materiales para la *due diligence*

A medida que avances en tu camino financiero, los VC te pedirán información adicional. Si una entidad de capital riesgo te ofrece un *term sheet*, espera que sus abogados te pidan un montón de cosas tales como tablas de capitalización, contratos y acuerdos materiales, contratos de trabajo, y las actas de reuniones del consejo. La lista de los documentos solicitados durante el proceso formal de diligencia debida o *due diligence* (por lo general tras firmar el *term sheet*, pero no siempre) puede ser larga. Para un ejemplo consulta la página *Recursos* en AsktheVC.com. El número de documentos que probablemente tendrás que preparar dependerá del tiempo que hayas estado en el negocio. Incluso si eres una empresa joven que se está lanzando te recomendamos que antes de salir a buscar dinero prepares todos esos documentos para entregarlos rápidamente a un potencial socio financiero, y evitar ralentizar el proceso

cuando te los pidan.

Ten en cuenta que nunca debes ocultar nada en ninguno de estos materiales. Aunque estés tratando de presentar tu empresa de la mejor manera, asegúrate de que todos los problemas que tenga estén claramente indicados. Adelántate a cualquier asunto complicado, y si a un VC se le olvida pedirte algo al principio ten por seguro que te lo pedirá antes de realizar la operación. Si le cueles algo a un VC y consigues la financiación, con el tiempo saldrá a la luz que no fuiste totalmente transparente y tu relación se resentirá por ello. Un buen VC respetará que se le digan las cosas claras desde el principio y, si está interesado en trabajar contigo será activo en ayudarte a superar los problemas que tengas, o al menos a explicarte por qué tienes que aclarar dichos asuntos antes de que puedas conseguir el dinero.

Buscando al VC adecuado

La mejor manera de encontrar el VC perfecto es preguntar a tus amigos y a otros emprendedores. Ellos te darán información objetiva sobre los inversores con los que han tenido el gusto de trabajar y que les han ayudado a construir sus empresas. Es también el modo más eficiente de hacerlo, ya que una presentación a un VC de parte de un emprendedor que te conozca tanto a ti como al VC, es más efectiva que enviar un correo a puerta fría a inversor@fondodecapitalriesgo.com.

Pero, ¿qué deberías hacer si no tienes una gran red de contactos? En los primeros días del capital riesgo era difícil de encontrar hasta la información de contacto de los VC, ya que rara vez los encontrabas en las páginas amarillas, ni siquiera pegados a los anuncios de prestamistas. Hoy en día los inversores de capital riesgo tienen webs, blogs, tuitean sin parar, e incluso ponen sus direcciones de correo electrónico en su web.

Los emprendedores pueden descubrir una gran cantidad de información acerca de su potencial futuro socio de capital riesgo más allá de la mundana información de contacto. Puedes enterarte de los tipos de empresas en los que invierte, de la etapa de desarrollo de la empresa en la que invierten, los éxitos pasados, fracasos, maneras de ver las cosas y estrategias (al menos su estrategia de *marketing*), y las biografías del personal más importante de la firma.

Si el VC tiene presencia en redes sociales podrás ser capaz de aprovecharte de toda esa información y deducir cosas como sus aficiones, teorías de inversión, la cerveza que beben, el instrumento que tocan, y el tipo de edificio o

instalación —un cuarto de baño, por ejemplo— que les gusta donar a las universidades locales. Si les sigues en Foursquare hasta averiguarás el tipo de comida que les gusta comer.

Aunque pueda parecer obvio, empezar a relacionarse con un VC desconocido por medio de las redes sociales puede ser un útil punto de partida para desarrollar una relación. Además de tener al ego contento por tener muchos seguidores en Twitter, comenzarás a dar una buena impresión sobre ti mismo, y lo que es más importante, comenzarás una relación con el VC si le escribes comentarios elaborados en las entradas de su blog. Estos no tienen porqué ser exclusivamente de negocios; debes captar su atención a nivel personal, ofrecer sugerencias, interactuar, y seguir la mejor regla para generar relaciones que es «dar más de lo que se recibe». Y nunca olvides el simple principio de que si quieres dinero has de pedir consejo.

Haz tus deberes. Cuando nosotros recibimos planes de negocio de empresas de tecnología médica, o alguien nos presiona para que firmemos un acuerdo de confidencialidad (NDA) antes de revisar un plan de negocio, sabemos que no se molestaron ni un minuto en investigarnos ni a nosotros ni a nuestro fondo antes de enviarnos la información. En el mejor de los casos su solicitud no estará en lo alto de la pila de proyectos en comparación con correspondencias más trabajadas, y en el peor caso ni siquiera recibirá respuesta nuestra.

Un VC corriente recibe miles de solicitudes al año. La gran mayoría provienen de personas a las que el VC ni conoce ni con las que tiene ninguna relación. Mejorarás tus posibilidades de que los VC te respondan si les investigas, si consigues que te los presente alguien, y relacionándote con ellos con cualquier cosa que parezca interesarles.

Por último, no olvides que esto funciona en ambos sentidos. A lo mejor la operación que propones tiene a mucha gente interesada y como resultado podrías seleccionar a los VC que van a financiar tu empresa. Haz los deberes y entérate cuál de ellos te podría ayudar más a triunfar, si tiene un temperamento y estilo compatible con el tuyo, y en última instancia, si podría ser tu mejor socio a largo plazo.

Buscando al inversor líder

Asumiendo que estás hablando con varios potenciales inversores, por lo general podrás clasificarlos en tres grupos: líderes, seguidores y los demás. Es importante que sepas cómo interactuar con cada uno de estos grupos. Si no,

no solo perderás mucho tiempo sino que también podrías fracasar en tu misión por conseguir fondos.

Tu objetivo es que encuentres a un VC líder. Ese será el fondo que establecerá las cláusulas de *term sheet*, asuma el liderazgo en conducir la operación, y probablemente sea tu nuevo inversor más activo. Es posible tener colíderes (por lo general dos, en ocasiones tres) en una operación. También es deseable tener a más de un VC compitiendo para liderar tu operación, pero que ninguno de ellos sepa con quién más estás hablando.

Según vayas reuniéndote con potenciales inversores te llegará alguna de las cuatro vibraciones típicas. En primer lugar están los VC claramente interesados y deseosos de liderar. A continuación están los VC no interesados y que pasan. Estos son los fáciles: júntate con todas tus fuerzas con los que quieran liderar y despreocúpate de los otros.

Las otras dos categorías -el «tal vez» y el «no lento» – son los más difíciles con los que tratar—. El «tal vez» parece interesado, pero en realidad no aumenta su nivel de compromiso. Este VC parece estar dándole vueltas, esperando a ver si hay alguien que se interese por tu operación. Mantén a esta persona caliente y sigue reuniéndote y comunicándote con ella, pero ten claro que este VC no será el catalizador de tu inversión. Sin embargo, según avance tu operación con un líder, este VC será un excelente aporte a la mezcla en caso de que quieras montar un *syndicate* uniendo a varios fondos.

El «no lento» es el más difícil de comprender. Estos VC en realidad nunca dicen que no, pero están totalmente en *modo reacción*. A veces responden cuando te comunicas con ellos, pero no se percibe si se está avanzando. Uno se siente como si empujara el extremo de una cuerda tirada en el suelo: hay un poco de resistencia pero, en realidad, nada se mueve de sitio. Te recomendamos que veas a estos VC como un *no* y no pierdas el tiempo con ellos.

Cómo deciden invertir los VC

Vamos a explorar cómo los inversores de capital riesgo deciden invertir en una empresa y cómo es normalmente el proceso. Todos los VC son diferentes, así que esto son generalizaciones, pero reflejan más o menos la manera en que los inversores toman sus decisiones.

La manera en que uno conecta con un VC concreto afecta el proceso por el que vas a pasar. Algunos fondos de capital riesgo financiarán solo a los

emprendedores con los que tienen una conexión previa. Otros prefieren que sean otros VC quienes les presenten a los emprendedores. Algunos invierten solo en emprendedores experimentados y evitan trabajar con emprendedores novatos, mientras que otros, como nosotros, financiaremos a emprendedores de toda edad y experiencia, y trataremos de responder a cualquier persona que se comunique con nosotros. Sea cual sea el caso, debes determinar rápidamente si contactaste a un VC concreto por medio de su canal preferido o si estás nadando río arriba desde el principio.

A continuación, debes entender el papel que desempeña esa persona dentro del fondo de capital riesgo del que es tu conexión principal. Si un asociado que te contactó por correo electrónico recuerda que su trabajo consiste en recorrer el mundo en busca de operaciones y que probablemente no tendrá ningún poder real para llevarla a cabo. Esto no significa que no debas reunirte con él, sino que no te entusiasmes demasiado hasta que no haya un *general partner* o un *managing director* del fondo prestándote atención y pasando un tiempo significativo contigo.

Tus primeras interacciones con una entidad de capital riesgo pueden variar bastante dependiendo del estilo del fondo y de quien haya sido tu contacto inicial. Sin embargo, en algún momento será evidente que el VC tiene más que un interés pasajero por explorar una inversión en tu negocio, y pondrá en marcha un proceso a menudo conocido como diligencia debida o *due diligence*. Esto no es una diligencia formal ni legal ni técnica; más bien es una señal para indicar que «estoy llevando mi exploración al siguiente nivel».

Se puede aprender mucho sobre la actitud y la cultura de una entidad de capital riesgo por la forma en que lleva a cabo la *due diligence*. Por ejemplo, si estás levantando tu primera ronda de financiación y no tienes ni ingresos ni producto, un VC que pida una proyección financiera detallada a cinco años y que luego te machaque la cabeza con los números probablemente no será alguien con mucha experiencia o seguridad invirtiendo en fases tempranas. Como se dijo antes, estamos convencidos de que lo único que se sabe sobre las proyecciones financieras de una empresa antes de que tenga ingresos es que están equivocadas.

Durante esta fase, un VC te pedirá montones de cosas tales como presentaciones, proyecciones, listados de clientes o *targets*, planes de desarrollo, análisis de la competencia, y biografías del equipo. Todo esto es normal. En algunos casos los gestores del fondo serán amables y aceptarán los materiales que hayas creado con antelación. En otros casos, te harán correr como pollo sin cabeza y te darán un montón de trabajo. En cualquier caso,

antes de que pases por el aro y proporciones toda la información, asegúrate de nuevo de que esté implicada una persona por lo menos a nivel de *managing director* o *general partner*, y de que no se trata de la excursión de un asociado mareando la perdiz.

La perspectiva del emprendedor

Si crees que tu VC es tu proctólogo, lárgate pitando.

Mientras que el fondo de capital riesgo te esté haciendo pasar por un proceso de *due diligence* te sugerimos que le devuelvas el favor y que le pidas cosas como que te presente a los fundadores de otras empresas que hayan financiado. Nada es tan esclarecedor como una charla con otros emprendedores que hayan trabajado con tu potencial inversor. No te amilanes y pide los datos de contacto de emprendedores a los que el VC haya respaldado y cuyas empresas no hayan funcionado. Puesto que debes esperar que un buen VC va a preguntar por ahí sobre ti, no te asustes y pregunta por ahí a otros emprendedores lo que ellos piensan del VC.

La perspectiva del emprendedor

Los mejores VC te darán, de manera proactiva o reactiva, una lista de todos los emprendedores con los que han trabajado en el pasado, y te pedirán que elijas a unos cuantos para que les puedas pedir referencias. Las mejores referencias son aquellas que puedas obtener de empresas que hayan pasado por momentos complicados, que quizás cambiaron a un fundador por otro CEO, o que incluso fracasaron: por ellas te enterarás de la manera en que el VC manejó situaciones complejas y difíciles.

Pasarás por múltiples reuniones, correos, llamadas telefónicas y más reuniones. Podrías conocer a otros miembros del fondo, o podría ser que no. Podrías acabar yendo a las oficinas del VC a hacer una presentación a todos los socios un lunes, una tradición conocida por muchas firmas como la *Reunión de Socios del Lunes*. En otros casos, como el de nuestro fondo, si las cosas se calientan irás conociendo a cada uno de los socios en reuniones personales o de grupo en un momento relativamente temprano del proceso.

A medida que este proceso vaya desarrollándose, o podrías seguir trabajando con el VC explorando la oportunidad o el VC comenzará a ralentizar el ritmo de las comunicaciones. Vigila al VC que empezó caliente por tu empresa, luego templado, después frío, pero que en realidad nunca dice que no. Aunque algunos inversores de capital riesgo dicen rápidamente que no cuando pierden el interés, muchos otros no dicen que no porque o no ven razón para decirlo, o quieren mantener las opciones abiertas, o no están dispuestos a *pasar* abiertamente de la operación por no tener que cerrar la puerta, o son simplemente maleducados e irrespetuosos con el emprendedor.

Al final los VC deciden invertir o no. Si lo hacen, el siguiente paso del proceso es preparar un *term sheet*.

La perspectiva del emprendedor

Si un VC no te hace caso, ya sea con estilo o sin devolverte tus correos o llamadas, insiste de la manera lo más amable posible de que te explique el porqué con detalles. Esta es una de las lecciones más importantes que todo emprendedor tiene que aprender, y es especialmente útil durante el ciclo de una ronda de financiación. No te preocupes si te dice que tu bebé es feo. Pide *feedback*, exígelo, obténlo, empápate y aprende de él.

Cierre de la operación

La parte más importante de todo el proceso de la ronda de financiación es cerrar el trato, obtener el dinero, y volver a la empresa para dirigirla. ¿Cómo se cierran de verdad las operaciones?

Separémoslo en dos actividades: la primera es firmar el *term sheet*, y la segunda es firmar los documentos definitivos y recibir el efectivo. Este libro se centra primordialmente en conseguir que se firme el *term sheet*. Nuestra experiencia nos dice que la mayoría de los *term sheet* que se firman terminan en operaciones cerradas. Los VC de buena reputación no pueden permitirse el lujo de tener *term sheets* firmadas y luego no seguir adelante; en tal caso su buena reputación no duraría mucho tiempo.

Las causas más probables para hacer descarrilar una operación son aquellas en las que los inversores de capital riesgo descubren inesperadamente datos negativos sobre la compañía tras firmar el *term sheet*. Puedes esperar que un *term sheet* firmado se traduzca en dinero en el banco siempre y cuando no te saques ningún muerto del armario, el inversor sea un profesional, y no hayas hecho nada estúpido durante el proceso de redacción del documento definitivo.

La segunda parte del cierre de una operación es el proceso de redacción de los acuerdos finales. En general los abogados hacen aquí la mayor parte del trabajo pesado. Ellos tomarán el *term sheet* y empezarán a negociar las ciento y pico páginas de documentación que se generan a partir de un *term sheet*. En el mejor de los casos responderás a las peticiones de la *due diligence*, y un día te dirán que tienes que firmar unos documentos. Lo siguiente de lo que te enteras es de que tienes el dinero en el banco y un nuevo miembro en el consejo con el que tendrás muchas ganas de trabajar.

En el peor escenario, sin embargo, la operación saltará por los aires. O quizás se lleve a cabo, pero con resentimiento por ambas partes. Como iremos

reiterando en determinadas partes de este libro, asegúrate siempre de que controlas el proceso. No dejes que los abogados se comporten mal porque esto no hará sino dañar a la futura relación con tu inversor. Asegúrate de que respondes a sus solicitudes, y nunca asumas que porque tu abogado esté enfadado y diga que la otra parte es horrible/estúpida/mala/despreciable, que el VC se esté enterando de lo que pasa. Hemos visto muchas veces a equipos jurídicos atascarse en un punto y querer matarse entre ellos cuando ni al emprendedor ni al inversor les preocupaba el tema en absoluto ni tenían idea de lo turbio que estaba el asunto. Antes de tomártelo como algo personal, simplemente haz una llamada o envía un correo al VC para averiguar qué está pasando realmente.

3. Descripción general del *term sheet*

A finales de 2005 estábamos participando de una ronda de financiación que estaba siendo mucho más difícil de lo esperado. La culpa era de todos los que participábamos en ella, y el desconocimiento de lo que realmente importaba en la negociación hizo que las cosas se alargaran mucho más tiempo de lo necesario. Le dimos una vuelta y, a riesgo de descubrir los super *top secret* trucos de magia de los VC, decidimos escribir una serie de artículos en el blog de Brad (Feld Thoughts: www.feld.com) que desmenuzaban un *term sheet* de capital de riesgo y explicaban cada punto.

Esa serie de *posts* fueron la inspiración de este libro. Los siguientes capítulos cubren las condiciones más frecuentemente discutidas en un *term sheet* de una entidad de capital riesgo. A muchos VC les encanta negociar con dureza cada condición como si la salud de sus hijos dependiera de conseguir los acuerdos justos. A veces esto se debe a la falta de experiencia por parte del inversor; aunque a menudo es solo una táctica de negociación.

Las redacciones concretas a las que nos referimos provienen de *term sheets* reales. Además de describir y explicar cláusulas específicas, te daremos ejemplos de aquello en lo que debes centrarte y sus implicaciones desde la perspectiva de la entidad de capital riesgo, los inversores y los emprendedores.

La perspectiva del emprendedor

El *term sheet* es crítico. Lo que contenga, por lo general, determinará la estructura del acuerdo final. No lo veas solo como un acuerdo de intenciones. Piensa en él como el modelo, el marco de lo que ha de ser tu futura relación con el inversor.

Los conceptos clave: derechos económicos y de control

En general, solo hay dos cosas por las que los inversores de capital riesgo realmente se preocupan a la hora de invertir: derechos económicos y derechos de control. Los derechos económicos son aquellos que se refieren al retorno que los inversores conseguirán en última instancia en un evento de liquidez, por lo general la venta de la empresa o una IPO (*Initial Public Offering*, salida inicial a bolsa, en adelante IPO), junto con las cláusulas que impactan directamente en ese retorno. Los derechos de control son aquellos que se

refieren a los mecanismos que permiten a los inversores ejercer un control real sobre el negocio o vetar ciertas decisiones de la empresa. Si estás negociando una operación y los inversores se están encastillando en una disposición que no afecta ni a los derechos económicos ni a los de control, piensa que probablemente se trata de una cortina de humo, en lugar de una discusión con sustancia.

La perspectiva del emprendedor

Es importante prestarles atención a los derechos económicos y de control por sí mismos, en sí mismos, y de sí mismos. Marcan las reglas. Un VC inexperto dará la lata innecesariamente en otras cláusulas. Puedes hacerle concesiones o no, pero el mero hecho de que un VC se centre en términos poco importantes te indica cómo va a ser trabajar con él en su papel de propietario, miembro del consejo, y miembro del comité de compensación.

Cuando se crean las empresas, los fundadores reciben *acciones ordinarias*. Sin embargo, cuando los inversores de capital riesgo invierten en empresas, adquieren capital social y suelen recibir *acciones preferentes*. En los siguientes capítulos hablaremos de los términos que aplican a los accionistas preferentes.

Cada ronda de financiación aislada suele ser denominada serie seguida de una letra, como *Serie A*. A la primera ronda se la llama a menudo *Serie A de financiación*, aunque recientemente ha aparecido una nueva ronda anterior a la Serie A denominada financiación en *Serie Semilla*. La letra sigue el orden del abecedario en cada ronda posterior, por lo que la *Serie B de financiación* sigue a la Serie A, y la *Serie C de financiación* sigue a la Serie B. A veces se ve un número añadido a la letra en las rondas posteriores, como la Serie A-1 o la Serie B-2. Esto se hace generalmente para evitar irse muy lejos en el alfabeto, y se utiliza a menudo cuando los mismos inversores participan juntos en las siguientes rondas de una compañía. Aunque no conozcamos el récord mundial de número de rondas de financiación en una empresa privada, hemos llegado a ver una financiación Serie K.

En cada uno de los siguientes capítulos te guiaremos a través del lenguaje de cada cláusula y te daremos ejemplos detallados. Empezaremos explorando los términos económicos.

4. Cláusulas económicas del *term sheet*

Cuando se discuten los derechos económicos de una operación de capital riesgo, a menudo surge la pregunta «¿Cuál es la valoración?». Aunque la valoración de una empresa, calculada multiplicando el número de *shares* (en el derecho español *shares* son acciones de una Sociedad Anónima o participaciones de una Sociedad Limitada; en adelante las denominaremos a ambas como acciones) en circulación por el precio de cada una, es sin duda el componente principal de la operación, es un error centrarse solo en ella al considerar los derechos económicos de una operación.

En este capítulo se analizan todas las cláusulas que componen los derechos económicos de la operación, incluyendo la valoración de la empresa, la liquidación preferente (*liquidation preference*), la cláusula pagar para jugar (*pay-to-play*), el *vesting* (adquisición de derechos sobre acciones), las opciones para empleados (*employee pool*) y la cláusula antidilución.

Precio por acción versus valoración de la empresa

La primera cláusula económica, y en la que la mayoría de los emprendedores se centran más que en ninguna otra, es el precio de la operación. A continuación veremos un texto típico para indicar el precio en un *term sheet*.

Precio:_\$ por acción (Precio Original de Compra). El Precio Original de Compra representa una valoración *premoney* totalmente diluida de_____ \$ millones y una valoración *postmoney* totalmente diluida de_\$ millones. A efectos del cálculo anterior y para cualquier otra referencia respecto al significado de «totalmente diluida» en este *term sheet*, «totalmente diluida» incluye la conversión de todas las acciones preferentes en circulación de la Compañía, el ejercicio de todas las opciones sobre acciones autorizadas y actualmente existentes más *warrants* de la Sociedad, y el incremento de las opciones sobre acciones existentes en la Compañía por [X] acciones emitidas con anterioridad a esta ronda de financiación.

Una forma algo diferente para indicar el precio se puede expresar por medio del importe total de la ronda de financiación, lo que lleva de nuevo al precio. Por ejemplo:

Importe de la ronda de financiación: Un total de X \$ millones, equivalente a un X% de propiedad sobre una base totalmente diluida que incluya las opciones de acciones reservadas a empleados. Antes del cierre de la operación, la Compañía reservará una cierta cantidad de acciones ordinarias de su capital social de tal manera que un_ por ciento de su capital social totalmente diluido tras la emisión de las acciones preferentes de la Serie A estén disponibles para futuras emisiones a consejeros, directivos, empleados y consultores.

Mientras que el precio por acción es la medida última de lo que se pagará por las acciones que se compren, a menudo también se suele referir a él con el término valoración.

Hay dos maneras diferentes de aproximarse a la valoración: *premoney* y *postmoney*. La valoración *premoney* es lo que el inversor valora la compañía a día de hoy, antes de la inversión, mientras que la valoración *postmoney* es simplemente la valoración *premoney* más la inversión total prevista. Con esto llegamos a la primera trampa que los fondos de capital riesgo a menudo tienden a los emprendedores.

Cuando un VC dice «voy a invertir 5 millones de dólares a una valoración de 20 millones», generalmente el VC se refiere a la valoración *postmoney*. En esta situación, lo que espera el inversor es que una inversión de 5 millones de dólares adquiera el 25 por ciento de una empresa con valor *postmoney* de 20 millones. Al mismo tiempo, un emprendedor podría interpretar que se trata de una inversión de 5 millones a una valoración *premoney* de 20 millones, que adquiriría solo el 20 por ciento de una compañía *postmoney* de 25 millones. Las palabras son las mismas, pero las expectativas son muy diferentes.

La terminología utilizada en los *term sheets* generalmente aclara esto en detalle. Sin embargo, cuando comienzas una negociación con una entidad de capital riesgo a menudo se tiene una discusión verbal sobre el precio. El modo en que te aproximes a esto establecerá el tono en que la negociación se llevará a cabo. Si abordas de antemano cualquier ambigüedad demostrarás que conoces los conceptos básicos. Los mejores emprendedores con los que hemos trabajado no daban nada por cierto, y solían contestarnos algo así como «supongo que te refieres a 20 millones de dólares *premoney*». Esto obliga al VC a aclararlo, y si en realidad quería decir 20 millones *premoney* a ti no te supondrá nada en la negociación.

El siguiente punto del precio en el que hay que fijarse es la expresión *totalmente diluida*. Tanto la empresa como el inversor querrán asegurarse de que la empresa cuenta con suficiente capital social (o *stock options* — opciones sobre acciones—) reservado para compensar y motivar a sus trabajadores. A esto también se le conoce como *employee pool* o paquete de acciones para empleados. Cuanto más opciones haya mejor, ¿verdad? Pues no. Aunque tener más acciones reservadas hace menos probable que la empresa se quede sin opciones disponibles, el tamaño de la reserva se tiene en cuenta en la valoración de la empresa, reduciendo de hecho la valoración *premoney* real. Esta es la trampa frecuente número dos de las valoraciones.

Quedémonos con nuestro ejemplo anterior de una inversión de 5 millones de

dólares a 20 millones *premoney*. Asumamos que tienes reservadas opciones sobre acciones que representan el 10 por ciento de las acciones en circulación reservadas y no emitidas. La firma de capital riesgo dice que quiere que se reserven unas opciones del 20 por ciento. En este caso, el 10 por ciento adicional saldría de la valoración *premoney*, dando lugar a una valoración *premoney* efectiva de 18 millones.

No hay un número mágico para las opciones sobre acciones, y este es un frecuente punto clave de la negociación de precios. La reserva típica suele llegar a un rango entre el 10 y 20 por ciento, pero si los inversores creen que la reserva de opciones de la empresa ha de ser mayor, insistirán en que se aumente antes de la operación.

Tienes varias posibilidades en la negociación. Puedes pelearte por el tamaño de la reserva, con vistas a conseguir que los inversores acepten el 15 por ciento en lugar del 20. O puedes negociar la valoración *premoney*; aceptar una reserva (*pool*) del 20 por ciento pero pidiendo 22 millones de dólares de valoración *premoney*. O puedes sugerir que el aumento de reserva del *pool* de acciones se agregue a la valoración *postmoney* que se acuerde, lo que dará lugar a una misma valoración *premoney* y una *postmoney* superior.

La perspectiva del emprendedor

Los VC querrán minimizar el riesgo futuro de dilución tanto como sea posible haciendo de antemano la reserva de opciones sobre acciones lo más grande posible. Cuando negocies esto deberás ir preparado con un *presupuesto de opciones*. Haz una lista de todos los puestos que planeas contratar entre hoy y la siguiente ronda de financiación que preveas, y las opciones aproximadas que crees que tendrás que entregar para cerrar cada contratación. Debes tener previsto una reserva de opciones superior a la que hayas presupuestado, pero no necesariamente por un amplio margen. Llevar un presupuesto de opciones será crítico en esta conversación con tu potencial inversor.

Otro término económico con el que te encontrarás, sobre todo en las operaciones de empresas en estadios más avanzados, son los *warrants* asociados a rondas de financiación. Al igual que sucede con la reserva de opciones sobre acciones, esta es otra manera en que un inversor puede colar una valoración menor de la empresa. Un *warrant* es similar a una opción de compra de acciones; es un derecho que tiene el inversor para adquirir un determinado número de acciones a un precio predefinido durante un determinado número de años. Por ejemplo, un *warrant* de 10 años por 100.000 acciones de la Serie A a 1\$ por acción da al tenedor la opción de comprar 100.000 acciones de la Serie A a 1\$ por acción en cualquier momento de la próxima década, independientemente del valor de la acción en el momento en que el inversor se aproveche de (o ejecute) el *warrant*.

Los *warrants* como parte de una operación de capital riesgo, especialmente

cuando se invierte en empresas en fases iniciales, tienden a crear una complejidad innecesaria y dolores de cabeza contables en meses posteriores. Si el problema es simplemente de precio, recomendamos que el emprendedor negocie una valoración *premoney* más baja para tratar de eliminar los *warrants*. En ocasiones esto puede generar conflictos de intereses con los inversores existentes que, por alguna razón, quieran inflar artificialmente la valoración, ya que el valor del *warrant* rara vez se calcula como parte de la valoración de la empresa a pesar de su impacto en la futura distribución de las plusvalías en caso de un evento de liquidez.

Hay un tipo de ronda de financiación —el préstamo puente o *bridge loan*— en el que los *warrants* están a la orden del día. Un préstamo puente se produce cuando un inversor se plantea invertir pero está a la espera de que inversores adicionales participen. En ese escenario de préstamo puente el inversor actual hará su inversión en formato de *deuda convertible*, que se convertirá en capital social al precio de la futura ronda. Dado que el inversor del préstamo puente asumió un riesgo adicional, generalmente obtiene o un descuento en el precio de las acciones (por lo general de hasta un 20 por ciento) o *warrants* que le otorgan un descuento (de nuevo por lo general de hasta un 20 por ciento, aunque en ocasiones más). En casos de rondas puente no vale la pena negarse a tener estos *warrants*, siempre y cuando se estructuren razonablemente.

La mejor manera para que negocies un precio más alto en tu operación es tener a varios VC interesados en invertir en tu empresa. Esto es de primero de Economía: si tienes más demanda (VC interesados) que oferta (el capital que vende tu empresa), entonces el precio aumentará. En las primeras rondas tus nuevos inversores probablemente buscarán el precio más bajo posible y que a la vez deje suficiente capital social en manos de fundadores y empleados. En las rondas posteriores, los inversores que ya tengas a menudo exigirán un precio por acción lo más alto para los nuevos inversores y así limitar la dilución de los inversores existentes. Si no hay nuevos inversores interesados en invertir en tu empresa, tus inversores existentes a menudo exigirán un precio igual (*flat round*) o inferior (*down round*) al precio por acción de la ronda anterior. Por último, los nuevos inversores siempre exigirán el precio más bajo que consideren necesario para cerrar la ronda, según sea el apetito (o falta de él) de los inversores existentes por poner más dinero en la empresa. Como emprendedor te enfrentas a todas estas motivaciones contradictorias en una ronda de financiación, lo que refuerza el tópico de lo increíblemente importante que es elegir prudentemente a tus primeros inversores, ya que pueden materialmente ayudar o dañar este proceso.

La perspectiva del emprendedor

El mejor Plan A tiene siempre un gran plan B. Cuantos más inversores potenciales tengas interesados en invertir en tu empresa, mejor será tu posición negociadora. Invierte todo el tiempo que puedas en tu *mejor alternativa a un acuerdo negociado* (MAAN, en inglés BATNA).

A estas alturas te estarás preguntando cómo las entidades de capital riesgo valoran realmente las empresas. No se trata de una ciencia exacta, independientemente de la cantidad de hojas de cálculo implicadas. Los VC habitualmente tienen en cuenta muchos factores a la hora de decidir cómo valorar una inversión potencial: algunos son cuantitativos mientras que otros totalmente cualitativos. A continuación tienes algunos de dichos factores junto con una breve explicación de lo que los impacta:

- **La fase en la que está la empresa.** Las empresas en etapas iniciales tienden a tener un rango de valoración que se determina más por la experiencia de los emprendedores, el capital que se quiere levantar y la percepción global de la oportunidad. Al madurar las empresas los resultados financieros históricos y sus proyecciones financieras futuras empiezan a influir. En las empresas en etapas más avanzadas lo que domina es la oferta y la demanda de financiación combinadas con el rendimiento financiero, ya que los inversores comienzan a contemplar una salida inminente.
- **La competencia entre inversores o con otras opciones de financiación.** Para el emprendedor la regla de toda la vida ha sido «cuanto más, mejor». Cuando las empresas de capital riesgo sienten que en una operación están compitiendo contra otras, los precios tienden a aumentar. Sin embargo, una advertencia: no exageres una competencia que no exista. Si lo haces y te pillan dañarás tu posición en la negociación en curso, lo que podría hacerte perder el inversor que ya tienes sobre la mesa, y, como mínimo, perderás tu influencia en otros aspectos de la negociación. Te recomendamos que siempre negocies honestamente. Exagerar lo buena que es tu situación rara vez termina bien.
- **La experiencia del equipo de emprendedores y líderes.** A más experiencia, menos riesgo y, en proporción, más alta es la valoración.
- **El punto de entrada natural del VC.** Algunas entidades de capital riesgo invierten en fases iniciales y solo a precios bajos. Por ejemplo, sabemos que uno de los más conocidos de esos inversores ha comentado públicamente su intención de no invertir a una valoración superior a 10

millones de dólares *postmoney*. Los inversores en etapas posteriores tienden a centrarse mucho menos en un nivel de precios específico y lo hacen más en la situación concreta de la empresa. Mientras que las firmas de capital riesgo a menudo tienen estrategias establecidas, también se las saltan, sobre todo cuando los mercados se calientan.

- **Los números, números, números.** Los números son también importantes. Ya se trate de resultados anteriores, predicciones de futuro, ingresos, ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA), consumo de caja o *cash burn*, o número de empleados o *head count*, cada uno es un factor que influye en el precio. Dicho esto, no te creas todo lo que tu profesor del MBA te dijo del DCF (*discounted cash flow* o descuento de flujo de caja para aquellos de vosotros sin un MBA), especialmente en empresas en fases iniciales. Recuerda, lo único que sabes con certeza de tus proyecciones financieras en esas primeras etapas es que están equivocadas.
- **El clima económico del momento.** Aunque esto está fuera del control del emprendedor, pesa mucho en la fijación de precios. Cuando la macroeconomía está por los suelos las valoraciones son más bajas. Cuando la macroeconomía se expande, las valoraciones suben. En concreto las valoraciones suelen crecer rápidamente cuando se pronostica un futuro macroeconómico optimista. Sin embargo estos acontecimientos no están estrechamente correlacionados, especialmente en el sector tecnológico.

Nuestro mejor consejo para que los emprendedores maximicen sus valoraciones es centrarse en lo que pueden controlar y tener a varios VC interesados en la ronda.

La perspectiva del emprendedor

Animo a que los emprendedores no se tomen la valoración como algo personal. Solo porque una empresa de capital riesgo diga que en su opinión tu negocio vale seis millones de dólares, cuando tú opinas que vale diez millones, no quiere decir que no te reconozcan tu valor como CEO o el potencial futuro de tu compañía. Lo que quiere decir es que están negociando un trato que les beneficie, igual que harías tú!

Liquidación preferente

La liquidación preferente es el siguiente derecho económico más importante tras el precio de la operación, y afecta a cómo se comparten las ganancias en un evento de liquidez, que generalmente suele ser la venta de la empresa o de

la mayoría de los activos de la misma. La liquidación preferente es especialmente importante en los casos en que una empresa se vende por menos del capital invertido.

Hay dos componentes que conforman lo que la mayoría de la gente llama liquidación preferente: la preferencia en sí y la liquidación preferente participativa o no participativa. Para ser exactos, el término liquidación preferente debe referirse solo al retorno monetario de una serie específica de acciones de la compañía por delante de otras series de acciones. Consideremos, por ejemplo, la siguiente cláusula:

Liquidación preferente: En caso de liquidación o disolución de la Compañía, los tenedores de las Acciones Preferentes Serie A tendrán derecho a recibir con preferencia a los titulares de las Acciones Ordinarias un importe por acción igual a [X] veces el precio de compra original más los dividendos declarados pero no pagados (la Liquidación preferente).

Esta es la preferencia en sí. En el texto de arriba se le entrega al inversor un cierto múltiplo por acción de la inversión original antes de que los propietarios de las acciones ordinarias reciban ninguna consideración. Durante muchos años una liquidación preferente x1, es decir, la cantidad de dinero invertido, era la norma. En 2001, con el estallido de la burbuja de internet, los inversores a menudo subieron ese múltiplo, a veces a algo tan alto como x10 (10 veces la cantidad de dinero invertido). Con el tiempo, la razón se impuso y la cifra volvió a ser x1.

Lo siguiente a considerar es si las acciones de los inversores tienen liquidación preferente participativa o no participativa. Mientras que muchas personas consideran que el término liquidación preferente se refiere tanto a la preferencia en sí como a la liquidación preferente participativa, es importante separar ambos conceptos. Hay 3 variedades de liquidación preferente participativa: plena, limitada, y ninguna.

Las acciones con liquidación preferente participativa plena recibirán la cantidad de su liquidación preferente participativa y a continuación recibirán su parte de los importes de la liquidación en base a una conversión, donde conversión significa valorar las acciones como si hubieran sido convertidas a acciones ordinarias en función de su tasa de conversión. La cláusula normalmente se redacta así:

Liquidación preferente participativa: Después del pago de la liquidación preferente a los titulares de las Acciones Preferentes de la Serie A, los activos restantes se distribuirán proporcionalmente a los titulares de las Acciones Ordinarias y de la Serie A Preferente sobre una base equivalente común.

La liquidación preferente participativa limitada indica que las acciones recibirán su parte del dinero resultante de la liquidación en base a una conversión hasta que se llegue a un cierto múltiplo de retorno. A continuación

vemos la redacción tipo de esta cláusula:

Liquidación preferente participativa: Después del pago de la Preferencia de Liquidación a los titulares de las Acciones Preferentes de la Serie A, los activos restantes se distribuirán proporcionalmente a los titulares de las Acciones Ordinarias y de la Serie A Preferente sobre una base equivalente común, a condición de que los titulares de las Acciones Preferentes Serie A dejen de participar preferentemente en la liquidación una vez hayan recibido una cantidad total de liquidación por acción igual a [X] veces el precio de compra original de la acción, más los dividendos declarados pero no pagados. A continuación los activos restantes podrán distribuirse proporcionalmente a los titulares de las Acciones Ordinarias.

Algo interesante que destacar en este apartado es el significado real del múltiplo del precio de compra original de la acción (la \approx). Si el múltiplo de la liquidación preferente participativa fuera 3 (tres veces el precio de compra original de la acción), significaría que los titulares de las acciones preferentes dejarían de tener liquidación preferente participativa (sobre la base del número de acciones) una vez que tuvieran un retorno del 300 por cien de su precio de compra original, incluidas cualquiera de las cantidades pagadas en la preferencia de liquidación. Esto no es un retorno adicional de $3\approx$, sino más bien de $2\approx$, suponiendo que la liquidación preferente fuese de un retorno de $1\approx$. Tal vez esta correlación con la preferencia en sí sea la razón por la que el término preferencia de liquidación haya terminado incluyendo tanto a las cláusulas de la preferencia en sí como a las de la liquidación preferente participativa. Si una serie de acciones no tiene liquidación preferente participativa no tendrá ninguna cláusula parecida a las anteriores.

Que no haya liquidación preferente participativa quiere decir que las acciones no participan. En este caso el inversor obtiene o la cantidad que le corresponda por su liquidación preferente, o sus acciones se convierten en acciones ordinarias y el inversor recibe su retorno en base a una ratio de conversión.

Como hemos dicho sobre las preferencias de liquidación, es importante definir qué es un evento de liquidación. A menudo los emprendedores piensan en un evento de liquidación como algo malo, como una quiebra o parón de actividad. En la jerga del capital riesgo una liquidación en realidad está ligada a un evento de liquidez en la que los partícipes perciben unos importes por el capital social que poseen en una empresa, y tales eventos incluyen fusiones, adquisiciones o un cambio de control de la empresa. Como resultado, la sección en el *term sheet* referida a la liquidación preferente determina cómo se asignarán las ganancias en los casos buenos y malos. Una cláusula estándar que defina un evento de liquidación suele ser así:

Estarán sujetos a un evento de liquidación las fusiones, adquisiciones, ventas de derecho de voto, o la venta de la casi totalidad de los activos de la Sociedad en la que los propietarios de las acciones de dicha Sociedad no sean dueños de la mayoría de las acciones en circulación de la sociedad que quede como

resultado.

Irónicamente, los abogados no están necesariamente de acuerdo en la definición estándar de un evento de liquidación. Durante una conferencia que Jason dictó en la facultad de derecho donde se graduó, tuvo un entretenido y desagradable debate con el socio de un importante despacho de abogados de Chicago. Por entonces, dicho socio impartía una clase de capital riesgo durante el semestre académico y afirmaba que una IPO debía considerarse como un caso de liquidación. Su teoría era que una IPO era lo mismo que una fusión, que la compañía iba a desaparecer, y por lo tanto los inversores deberían recuperar sus inversiones. Incluso si tal teoría fuera aceptada por un banco de inversión que estuviese dispuesto a sacar a público a esa compañía (algo nada probable, en nuestra opinión), el argumento no tenía sentido, ya que una IPO es simplemente otra ronda de financiación de la empresa, no una liquidación de la sociedad. De hecho, en casi todos los escenarios de IPO, las acciones preferentes que poseen las entidades de capital riesgo se convierten en acciones ordinarias como parte de la IPO, lo que inmediatamente elimina cualquier problema en torno a un evento de liquidez que tenga prioridad.

Vamos a explorar varios casos diferentes. Para hacerlo simple, supongamos que solo haya habido una ronda de financiación (una inversión Serie A) de 5 millones de dólares a una valoración de 10 millones de dólares *premoney*. En este caso, los inversores de la Serie A son dueños del 33,3 por ciento de la empresa [$5\text{m}\$ / (10\text{m}\$ + 5\text{m}\$)$] y los emprendedores son dueños del 66,7 por ciento de la compañía. Para hacer los cálculos un poco más fáciles, redondearemos a 33 por ciento / 67 por ciento.

Ahora, supongamos que la empresa tiene una oferta para ser adquirida por 30 millones.

- **Caso 1:** 1× de liquidación preferente no participativa: En este caso, los inversores de la Serie A recibirán un 33 por ciento, o 10 millones, y los emprendedores recibirán el 67 por ciento, o 20 millones.
- **Caso 2:** 1× de liquidación preferente participativa: En este caso, los inversores de la Serie A recibirán los primeros 5 millones y luego el 33 por ciento de la cantidad restante, o 8,3m\$ (33 por ciento de 25 millones) lo que daría un retorno total de 13,3m\$. Los emprendedores recibirían el 67 por ciento de los 25 millones, o 16,7m\$.
- **Caso 3:** 1× de liquidación preferente participativa con un límite de 3×: En este caso, los propietarios de las acciones preferentes no alcanzarían el límite (15 millones), por lo que el resultado sería el mismo que en el caso 2.

Ahora, supongamos que el precio de compra es de 100 millones de dólares y que de nuevo solo ha habido una ronda Serie A de 5m\$ a 15 millones de dólares de valoración *postmoney*.

- **Caso 1:** 1× de liquidación preferente no participativa: Los inversores de la Serie A obtendrían un 33 por ciento, o 33 millones, y los emprendedores recibirían el 67 por ciento o 67 millones.
- **Caso 2:** 1× de liquidación preferente participativa: De nuevo, los inversores de la Serie A obtendrían los primeros 5 millones y luego el 33 por ciento de los restantes 95 millones, o 31,35m\$, lo que les daría un retorno total de 36,35m\$. Los emprendedores conseguirían el 67 por ciento de los restantes 95 millones, o 63,65m\$.
- **Caso 3:** 1× de liquidación preferente participativa con un límite de 3≈: En este ejemplo, la Serie A consigue un retorno superior a 3≈, por lo que no ha lugar en que intervenga la participación en la preferencia y los resultados serían los mismos que en el caso 1.

Como puede verse en este ejemplo, la liquidación preferente participativa tiene un gran impacto en resultados relativamente bajos y un menor impacto (relativo a los porcentajes de la operación) en los resultados más altos. La liquidación preferente participativa también gana en importancia a medida que se levante en otras rondas más capital que el considerado en la cláusula (por ejemplo, en series B y C). Veamos un último ejemplo para entender esto, esta vez de una empresa que ha conseguido 50 millones en la que los inversores son propietarios del 60 por ciento y los emprendedores del 40 por ciento. Supongamos que la compañía es adquirida por 100 millones.

- **Caso 1:** 1× de liquidación preferente no participativa: Los inversores obtienen el 60 por ciento o 60 millones, y los emprendedores obtienen el 40 por ciento, o 40 millones.
- **Caso 2:** 1× de liquidación preferente participativa: Los inversores reciben los primeros 50 millones, y luego el 60 por ciento de los restantes 50 millones (30 millones), lo que supone un total de 80 millones. Los emprendedores consiguen el 40 por ciento de los restantes 50 millones o 20 millones.
- **Caso 3:** 1× de liquidación preferente participativa con un límite de 3≈: Dado que los inversores no pueden lograr un 3≈ en esta operación, el resultado es el mismo que en el caso 2.

Las preferencias en la liquidación son generalmente fáciles de comprender y evaluar cuando se negocia un *term sheet* de Serie A. Las cosas se complican según la empresa madura y vende series adicionales de capital social, ya que supone un desafío matemático y estructural entender cómo funcionarían las preferencias de liquidación entre las distintas series. Al igual que con muchos problemas relacionados con el capital riesgo, la manera de aproximarse a las preferencias en la liquidación entre varias emisiones de capital social pueden ser diversas y a menudo demasiado complejas sin razón aparente.

Hay dos maneras principales de ver esto:

1. Los inversores de las rondas posteriores acumularán sus derechos de preferencia de liquidación por encima de los derechos de preferencia de las rondas anteriores (preferencias apiladas o *stacked preferences*), lo que significa que la Serie B obtendrá primero su retorno preferente, y luego vendría el de la Serie A.
2. Las series son equivalentes en estatus (conocido como *pari passu*, o preferencias combinadas o *blended preferences*) para que tanto la Serie A como la B compartan de manera prorrateada los retornos hasta que se devuelvan las preferencias en la liquidación.

Determinar qué aproximación utilizar es un misterio de brujería que depende del poder de negociación de los inversores implicados, la capacidad de la empresa para irse a otro sitio a buscar financiación, la dinámica económica de la estructura de capital existente y la fase actual de la luna.

Veamos un caso. Esta vez, nuestro ejemplo de empresa ha levantado dos rondas de financiación, una Serie A (5 millones de dólares invertidos a 10 millones de dólares de valoración *premoney*) y una Serie B (20 millones invertidos a 30 millones de dólares de valoración *premoney*). Ahora, supongamos unos resultados bajos, unos en los que la liquidación preferente entra en juego, concretamente la venta de la compañía por 15 millones de dólares.

Si se apilan las preferencias, los inversores de la Serie B recibirán los 15 millones. De hecho, en este caso no importaría la valoración *premoney* que hubiese tenido la Serie B; igualmente recibirían el 100 por ciento.

Sin embargo, si las preferencias se combinan la Serie A conseguiría el 20 por ciento por cada dólar de retorno (en este caso 3 millones) y la Serie B tendría el 80 por ciento de cada dólar de retorno (o 12 millones), una distribución basada en las cantidades relativas de capital invertidas en la empresa.

En cada uno de los casos los emprendedores no recibirían nada, independientemente de si se participa en la preferencia o no, ya que los derechos de liquidación preferente son de 25 millones y la empresa se vende por 15 millones, es decir, menos que la preferencia.

Ten en cuenta que los inversores reciben, o bien las cantidades de la liquidación preferente y las de la liquidación preferente participativa (si proceden estas últimas), o bien las que obtendrían si ambos perteneciesen a una sociedad común con todas las acciones convertidas a acciones ordinarias; la opción que prefieran, pero no las dos. Con todo, hay que señalar que en el caso de una liquidación preferente participativa plena los inversores obtendrían los retornos relativos a su liquidación preferente participativa y, a continuación, recibirían lo que les correspondiese en base a su pertenencia a una sociedad común con todas las acciones convertidas a acciones ordinarias.

En rondas de financiación de empresas en fases iniciales, en realidad lo que mejor satisface los intereses tanto del inversor como del emprendedor es tener una liquidación preferente sencilla sin liquidación preferente participativa. En siguientes rondas las cláusulas se ajustan frecuentemente al equivalente del mínimo utilizado en las primeras rondas. Por lo tanto, si tienes acciones preferentes con liquidación preferente participativa en una ronda semilla, puedes esperar tenerlas en todas las rondas posteriores. En este caso, si el inversor semilla no tiene derecho a liquidación preferente participativa en las futuras rondas de financiación, sus resultados económicos podrían ser peores en muchos desenlaces si se añadiese una liquidación preferente participativa. En consecuencia, recomendamos a emprendedores y a nuestros fondos coinversores de capital riesgo que mantengan las cláusulas simples y sencillas en las primeras rondas.

La mayoría de los inversores profesionales no quieren esquilmar a una empresa con excesivas preferencias de liquidación ya que, cuanto mayores sean, menor será el valor potencial del capital social en manos de directivos y empleados. Hay un delicado equilibrio aquí y cada caso depende de la situación específica, pero un inversor racional querrá combinar el mejor precio posible para su operación al tiempo que garantiza la máxima motivación de directivos y empleados. Obviamente, lo que finalmente tiene lugar es una negociación y dependerá de la fase en que esté la empresa, su capacidad de negociación y la estructura de capital existente; pero en general, la mayoría de las empresas y sus inversores alcanzarán un compromiso razonable en este asunto.

La liquidación preferente es una cláusula fundamental que forma parte de la mayoría de las rondas de financiación de capital que no sean pequeñas inversiones de *business angels*. Las operaciones con derechos preferentes y liquidación preferente participativa se han ido convirtiendo con los años en una lamentable norma en la que los VC, en esencia, han decidido que el estándar mínimo de retorno de sus operaciones sea el del reembolso de un principal junto con el interés que les den las acciones ordinarias de la compañía a la venta de la compañía. A mediados de los 90 las empresas solían negociar unas renunciaciones conocidas como *kickouts*, por las cuales el fondo de capital riesgo dejaba de tener derecho a la liquidación preferente participativa siempre y cuando la compañía hubiese logrado un retorno significativo (entre 2x y 3x). ¡Los emprendedores deberían aliarse para restablecer esta norma!

Cualquier otro planteamiento que no sean unas acciones con unos derechos preferentes claros y liquidación preferente participativa clara (por ejemplo, unas preferencias múltiples) debe ser visto como un abuso por parte del fondo de capital riesgo, y has de considerarlo una señal de alarma sobre el inversor.

Pagar para jugar (*Pay-to-Play*)

La cláusula pagar para jugar o *pay-to-play* es otro derecho económico importante que suele ser relevante en una ronda de financiación a la baja (*down round*) y puede ser muy útil para el emprendedor en situaciones en las que la compañía lo pasa mal y necesita de más financiación. Veamos a continuación una típica cláusula pagar para jugar:

Pagar para jugar: En caso de que tenga lugar una Ronda de Financiación Cualificada (como se define más adelante), se convertirán en acciones ordinarias aquellas acciones preferentes de la Serie A que estén en poder de cualquier inversor al que se le ofrezca el derecho de participar pero que no participe plenamente en la ronda mediante la compra de al menos su parte prorrateada, según lo calculado anteriormente siguiendo el *Derecho de Tanteo* indicado a continuación.

Una Ronda de Financiación Cualificada es la ronda de financiación de la compañía que sigue a la Serie A y es aprobada por el Consejo de Administración, quienes determinarán de buena fe que tal parte deberá ser adquirida de forma prorrateada entre los propietarios de las acciones de la compañía sujetos a esta cláusula. Lo anterior aplicará con independencia de que el precio de la ronda sea mayor o menor que cualquier serie de acciones preferentes.

Con el cambio de milenio rara vez se veía una cláusula pagar para jugar. Tras el estallido de la burbuja en 2001 se hizo omnipresente. Curiosamente, esta es una cláusula en la que empresas e inversores mayoritariamente se ponen de acuerdo si se aproximan desde la perspectiva adecuada.

En una cláusula pagar para jugar los inversores deben seguir participando de manera prorrateada en futuras rondas de financiación (pagar) para que sus acciones preferentes no se conviertan en acciones ordinarias de la empresa (jugar).

Hay varios niveles de intensidad en la cláusula pagar para jugar. La anterior es una bastante agresiva en comparación con la que sigue, que es más suave:

Si cualquier tenedor de acciones preferentes Serie A no participa en la siguiente Ronda de Financiación Cualificada (como se define más adelante) de forma proporcional (en función del porcentaje de

propiedad del capital social que posea en el momento inmediatamente anterior al de la ronda) a su inversión en la Serie A preferente, entonces dicho tenedor verá convertidas sus acciones Serie A preferentes en acciones ordinarias de la Compañía. Si dicho tenedor participa en la siguiente Ronda de Financiación Cualificada pero sin llegar a la cantidad total indicada por su porcentaje de prorrateo, entonces únicamente una parte proporcional de sus acciones Serie A preferentes será convertida en acciones ordinarias (en las mismas condiciones indicadas en la frase anterior), siendo dicha parte proporcional equivalente al porcentaje de la cantidad prorrateada que no se haya llegado a aportar.

Para determinar el número de acciones en poder de un inversor, o si se cumple esta cláusula pagar para jugar, deberán agregarse todas aquellas acciones que estén en poder o que hayan sido adquiridas en la Ronda de Financiación Cualificada por los fondos de inversión afiliados. Un inversor tendrá derecho a ceder sus derechos a participar en esta y futuras rondas a sus fondos afiliados y a inversores de sus fondos afiliados, incluidos los fondos que no sean actuales accionistas de la Sociedad.

Creemos que las cláusulas pagar para jugar son en general buenas para la empresa y sus inversores. Hace que estos se impliquen en el momento de su primera inversión y que se comprometan a apoyar a la empresa durante su ciclo de vida. Si no lo hacen, las acciones que tengan cambiarán de preferentes a ordinarias y perderán los derechos asociados a las preferentes. Cuando nuestros coinversores no quieren incluir esta cláusula les preguntamos: «¿Por qué? ¿No vas a financiar a la compañía en el futuro si otros inversores están de acuerdo en hacerlo?». Recuerda, esto no es una garantía de inversión para toda la vida; más bien, si otros inversores anteriores se deciden invertir en las futuras rondas de la empresa, habrá un fuerte incentivo para que todos los inversores anteriores inviertan o acepten convertir total o parcialmente sus acciones en acciones ordinarias. Una cláusula pagar para jugar garantiza que todos los inversores estén de acuerdo de antemano en las reglas que habrá que seguir para participar en rondas futuras.

Los impactos de la cláusula pagar para jugar afectan a los derechos económicos de la operación, reduciendo las preferencias en la liquidación a los inversores no participantes. También afectan al control de la operación, ya que reorganizan la base del futuro accionariado preferente al asegurar que solo los inversores comprometidos siguen teniendo acciones preferentes y los derechos asociados correspondientes a las acciones preferentes.

Cuando las empresas lo hacen bien, a menudo se renuncia a la cláusula pagar para jugar cuando un nuevo inversor quiere cubrir la mayor parte de la nueva ronda. Este es un problema positivo para la empresa, ya que generalmente significa que se está en una ronda de financiación al alza: por una parte, los inversores existentes pueden ayudar a que las cláusulas de la nueva ronda sean favorables para la compañía y, por otro lado, el conjunto de inversores aumenta su fuerza gracias al nuevo capital aportado a la operación —y quizás también al apoyo del nuevo coinversor—.

La perspectiva del emprendedor

La cláusula pagar para jugar es bastante buena para ti como emprendedor, al menos como se describe aquí. La conversión de las acciones preferentes en ordinarias no es algo importante desde un punto de vista global. Lo que querrás evitar será un escenario de aplicación de la cláusula en el que tu VC tenga el derecho de forzar una recapitalización de la compañía (por ejemplo, una ronda a una valoración *premoney* de 0 dólares o a una valoración inferior que encaje) si los demás inversores no quieren *jugar* en una nueva ronda.

Una cláusula de este tipo puede ser especialmente mala para los inversores ángel menos sofisticados (por ejemplo, tus amigos y familiares) en caso de que no tengan ni el conocimiento ni los recursos para respaldar su inversión inicial con futuras nuevas inversiones, lo que puede provocar conversaciones incómodas en reuniones familiares.

Hay muchas circunstancias en las que inversores razonables a los que les gusta la compañía no pueden o no quieren participar en una ronda –su fondo de capital riesgo se ha agotado, o son inversores estratégicos o *business angels* y no tienen dinero o autorización para seguir invirtiendo—y por eso ni ellos ni tú debéis ser castigados en exceso por no participar (recuerda, una recapitalización también te hace daño, incluso si consigues nuevas opciones sobre acciones para dejarte contento, ya que estas siempre llevarán asociadas unas condiciones para hacerte con los derechos de las mismas). Pero el hecho de que las acciones preferentes se conviertan en ordinarias por no haber participado en rondas posteriores de financiación es en sí apropiado.

Vesting

Aunque el *vesting*, o acuerdos de adquisición de derechos sobre acciones, es un concepto simple, puede tener consecuencias profundas e inesperadas. Normalmente, los derechos sobre acciones y opciones se adquieren pasados cuatro años. Esto significa que tendrás que permanecer en la empresa durante cuatro años para ser propietario de todas tus acciones u opciones (de ahora en adelante hablaremos solamente del capital que los emprendedores y los empleados reciben como acciones, aunque se aplica exactamente la misma lógica a las opciones). Si dejas la compañía antes de que finalice el período de cuatro años se aplica la fórmula que esté asociada al *vesting* y obtendrás solo un porcentaje de tus acciones. Como resultado, muchos emprendedores consideran el *vesting* un instrumento para que la entidad de capital riesgo les controle a ellos, su participación y compromiso en la compañía, y su propiedad sobre la misma, lo que, si bien puede ser cierto, es solo una parte de la historia.

Una típica cláusula de adquisición de derechos sobre acciones suele ser así:

Acuerdos de *vesting*: Todas las acciones y derechos equivalentes emitidos tras el cierre de la ronda a empleados, directivos, consultores y otros proveedores de servicios estarán sujetos a las cláusulas de *vesting* que vienen a continuación, a menos que estas se modifiquen por acuerdo mayoritario (incluyéndose al menos el de un director designado por los inversores) del Consejo de Administración (la «Aprobación Requerida»): un 25 por ciento de los derechos se consolidará al cabo del primer año siguiente a la emisión de acciones, y el 75 por ciento restante se consolidará cada mes en su parte

proporcional durante los siguientes tres años. En la opción de recompra se dispone que, al concluir el empleo del accionista por cualquier causa, la Sociedad o su representante (en la medida permitida por los requisitos establecidos por las leyes reguladoras del mercado de valores) se reserve la opción de recompra al coste más bajo o por un valor razonable de mercado de las acciones de las que sea titular dicho accionista sobre las que no se hayan consolidado los derechos de propiedad. Cualquier emisión de acciones superior a las ya reservadas para empleados que no hayan sido aprobadas por la Aprobación Requerida será considerada un acto de dilución que requerirá un ajuste del precio de conversión indicado arriba, y estará sujeta a los derechos de primera oferta de los inversores.

Las acciones en circulación actualmente propiedad de y (Los «Fundadores») estarán sujetas al mismo acuerdo de *vesting*, con la excepción de que a los Fundadores se les concede directamente un período de [un año] de consolidación de derechos de *vesting* a partir del cierre de la operación, mientras que el resto de los derechos sobre sus acciones restantes se irán consolidando mensualmente durante un período de tres años.

El período estándar que establece la industria para la consolidación de derechos sobre acciones de empresas en etapas iniciales es un *cliff* o período *mínimo* o de un año, y a partir de ahí hay una consolidación mensual de derechos hasta un total de cuatro años. Esto significa que si te vas de la empresa antes del primer año no habrás consolidado tus derechos sobre ninguna de tus acciones. Pasado el año consolidas derechos por un 25 por ciento (ese es el *mínimo* o *cliff*). Y de ahí en adelante consolidas derechos mensualmente (o trimestralmente o anualmente) durante el período restante. Si tienes una consolidación de derechos mensual con un *cliff* de un año, y dejas la empresa al cabo de de 18 meses, habrás consolidado un 37,5 por ciento (o 18/48) de tus acciones.

A menudo los fundadores tienen disposiciones para consolidar derechos distintas del resto de los empleados. Una cláusula común es la del segundo párrafo del ejemplo, en la que los fundadores reciben directamente un año de consolidación de derechos al cierre de la operación y luego van consolidando los derechos sobre sus restantes acciones durante los 36 meses siguientes. Este tipo de acuerdo de *vesting* es habitual en casos en que los fundadores han lanzado la empresa un año o más tiempo antes de la inversión de capital riesgo, y desean recibir algún reconocimiento por el tiempo ya invertido. Si los fundadores lanzaron la empresa dentro del año en que tendrá lugar la primera inversión de capital riesgo podrán, en ocasiones, argumentar que se les otorgue un período de consolidación de derechos sobre acciones equivalente al tiempo que haya pasado desde la fundación de la compañía.

Las acciones cuyos derechos no hayan sido consolidados generalmente se las lleva el viento al salir alguien de la empresa. El capital social no se reasigna a nadie; al contrario, se reabsorbe y todo el mundo (la firma de capital riesgo, los accionistas y los propietarios de opciones) se beneficia de un incremento proporcional de propiedad de capital social, también conocido como dilución inversa. En el caso de las acciones de los fundadores, las que no se consoliden

simplemente desaparecen. En el caso de las opciones de empleados no consolidadas revierten por lo general al plan de opciones para ser reasignadas a futuros empleados.

En algunos casos, los fundadores se hacen inmediatamente con la propiedad de sus acciones por medio de una compra que tiene lugar en el momento en que se establece la compañía. Aunque a veces se describe como *vesting* lo sucedido a las acciones de estos fundadores, en realidad se trata de un derecho de recompra de la empresa. Aunque los resultados son técnicamente los mismos, los términos legales son ligeramente diferentes y tienen además consecuencias fiscales.

La perspectiva del emprendedor

Es importante la manera en que un fundador consolida sus derechos sobre sus acciones. Aunque una cláusula simple puede valer, debes considerar estrategias alternativas como la posibilidad de recomprar tus acciones no consolidadas si dejas la empresa al mismo precio que los de la ronda de financiación, lo que protege tu posición en caso de cese «sin causa», o tratar tu consolidación de derechos con una desgravación fiscal que te permite la Sección 83(b) del código de la hacienda estadounidense (IRS), de tal manera que puedas bloquear desde el principio el porcentaje de impuesto que tengas que pagar por los rendimientos de las ganancias de capital a largo plazo.

Un componente clave del *vesting* es definir qué sucedería, si se contempla, con los plazos de consolidación si la empresa se fusionase con otra. Si se acelera automáticamente el *vesting* tendría lugar una aceleración *single-trigger*. Si es necesario que pasen dos hechos para que se lleve a cabo dicha aceleración tendría lugar una aceleración *double-trigger*, dos hechos que concretamente serían la compra de la empresa en sí combinada con el despido por parte de la sociedad compradora del empleado en cuestión.

En las operaciones de capital riesgo una aceleración *double-trigger* es mucho más habitual que una *single-trigger*. Acelerar un cambio de control es a menudo un punto de negociación conflictivo entre fundadores e inversores, ya que los fundadores querrán obtener todas sus acciones en una transacción —«Hey, ¡nos las hemos ganado!»— y la empresa de capital riesgo querrá minimizar el impacto que tenga el capital social en circulación en su parte del precio de la compra. La mayoría de los compradores querrán que haya algún incentivo a futuro para los fundadores, directivos y empleados, por lo que prefieren generalmente que exista capital social pendiente de consolidación que ayude a motivar a que la gente se quede en la empresa por un período posterior a la adquisición. A falta de ello, el comprador incluirá un incentivo para retener al equipo directivo como parte del valor de la operación. Como esta prima para retener a los directivos está incluida en el valor de la transacción, reduce de manera efectiva la compensación que se asigna a los

propietarios del capital social de la empresa, incluidos los fondos de capital riesgo y cualquier fundador que ya no trabaje activamente en la empresa. Esto es a menudo frustrante para los VC ya que los pone en un conflicto de intereses con los directivos en una negociación de compra: todo el mundo debería estar negociando para maximizar el valor de todos los accionistas, no solamente el suyo. Aunque la redacción legal no sea muy interesante, se incluye aquí:

En caso de fusión, consolidación, venta de activos, u otro cambio de control de la Sociedad y si un empleado es despedido sin causa un año después de tal hecho, dicha persona tendrá derecho a [un año] de consolidación de derechos sobre acciones. Con excepción del punto anterior, no habrá consolidación acelerada de derechos en ningún otro caso.

Hay que reconocer que los acuerdos de *vesting* les funcionan tanto a los fundadores como a las empresas de capital riesgo. Hemos estado implicados en varias situaciones en las que un fundador no iba a quedarse en la compañía por mucho tiempo ya fuera por elección propia o porque los otros fundadores querían que se marchara. En estos casos, si no hubiesen existido las cláusulas de *vesting*, la persona que se marchaba se habría ido con todas sus acciones y los fundadores restantes no habrían recibido más capital social por seguir avanzando. Al tener cada fundador que consolidar sus derechos sobre sus acciones existe un claro incentivo para trabajar lo más posible y participar de manera constructiva en el equipo más allá de los *no siempre fáciles de entender* imperativos morales del fundador. La misma regla se aplica a los empleados; al ser el capital social otra forma de compensación, la adquisición de derechos sobre acciones es el mecanismo para asegurarse de que el capital social se va ganando con el tiempo.

El momento de la salida tiene un impacto relevante en la consolidación de derechos. A finales de los 90, cuando las empresas a menudo llegaban a una salida a los dos años de haber sido creadas, las cláusulas de *vesting*, en especial las cláusulas de aceleración, tenían una importancia enorme para los fundadores. En un mercado en el que el período de gestación típica de una compañía en fase inicial es de cinco a siete años, la mayoría de las personas, especialmente los fundadores y los primeros empleados que permanecieron en la empresa, ven reconocidos plenamente (o en su mayor parte) sus derechos sobre sus acciones cuando tiene lugar un evento de salida.

Aunque sea fácil manipular los acuerdos de *vesting* para convertirlos en un tema conflictivo entre fundadores y fondos de capital riesgo, recomendamos a los emprendedores fundadores que vean esto como una herramienta completa para alinear intereses: para ellos mismos, sus compañeros fundadores, los primeros y futuros empleados. Cualquiera que haya pasado por una

experiencia injusta de *vesting* sentirá celos sobre ello; mantener un enfoque equilibrado y consistente es clave para hacer que las cláusulas *vesting* funcionen a largo plazo en una empresa.

La perspectiva del emprendedor

Aunque la aceleración *single-trigger* puede parecer atractiva, la aceleración *double-trigger* con ciertos límites tiene mucho sentido. Cualquier emprendedor que haya estado en el lado del comprador en una adquisición te dirá que tener garantizado al equipo directivo de la empresa recién comprada por un período de transición de uno o dos años es fundamental para el éxito financiero de la operación.

Opciones sobre acciones para empleados

Otra cláusula económica importante, pero que frecuentemente no es central hasta llegar al final de la negociación, es la referente a las opciones para incentivar a empleados (*employee pool* u *option pool*). El *pool* es la cantidad que la compañía se reserva para futuras emisiones de acciones para los empleados. Veamos una cláusula típica:

Opciones de acciones para empleados: Con anterioridad al cierre de la operación, la Compañía reservará un número de sus acciones ordinarias para que un porcentaje de su capital social totalmente diluido tras la emisión de la Serie A Preferente esté disponible para futuras emisiones a directivos, empleados y consultores. La denominación *opciones de acciones para empleados* incluirá tanto las acciones reservadas para emisión indicadas arriba, como las opciones actuales en circulación, cuya cantidad agregada sea aproximadamente un__por ciento del capital social totalmente diluido de la Sociedad que exista tras la emisión de la Serie A Preferente.

El *pool* para empleados está definido en una sección separada que aclara la estructura de capital y en concreto define el porcentaje de la compañía que se asignará a la reserva de opciones asociada a la ronda de financiación. Dado que casi siempre se incluye una tabla de distribución de capital con el *term sheet*, este apartado es redundante, pero aún así se incluye para que no haya confusión sobre el tamaño de la reserva de opciones.

Es importante comprender el impacto que tiene el tamaño de la reserva de acciones en la valoración de la ronda. Al igual que con las valoraciones *premoney* y *postmoney*, las empresas de capital riesgo a menudo cuelan cláusulas económicas en su beneficio incrementando la cantidad destinada a la reserva de opciones sobre una base *premoney*.

Veámoslo con un ejemplo. Supongamos que una ronda de 2 millones se lleva a cabo a una valoración *postmoney* de 10 millones. En este caso, los nuevos inversores obtienen un 20 por ciento de la compañía por 2 millones y la valoración *postmoney* efectiva es de 10 millones. Antes de la ronda hay un 10 por ciento de reserva de opciones sin asignar. Sin embargo, en el *term sheet*,

los inversores incluyen una cláusula que indica que la reserva de opciones sin asignar será del 20 por ciento tras la ronda financiera. Esto se traduce en una división de la propiedad tras la ronda del 20 por ciento para los nuevos inversores, el 60 por ciento para los antiguos accionistas, y una reserva de opciones para empleados no asignada del 20 por ciento.

En cambio, si el 10 por ciento de reserva de opciones que existía anteriormente se hubiese transferido a la nueva situación, la división de propiedad *postmoney* aún sería del 20 por ciento para nuevos inversores, los antiguos accionistas obtendrían un 70 por ciento y la reserva de opciones no asignadas sería del 10 por ciento.

Mientras que en ambos casos los inversores terminan con un 20 por ciento, los inversores anteriores tendrían un 10 por ciento menos de propiedad en el caso de una reserva de opciones del 20 por ciento. Aunque en última instancia la reserva adicional acabe efectivamente en manos de los futuros empleados, esta procederá de los antiguos accionistas en lugar de haber sido compartida entre nuevos y anteriores inversores. El resultado es un menor precio por acción para los nuevos inversores y una valoración *premoney* de hecho inferior.

Si la empresa de capital riesgo está presionando para que la reserva de opciones salga de la valoración *premoney*, pero el emprendedor cree que hay suficientes opciones reservadas para satisfacer las necesidades de la empresa a lo largo del tiempo que dure la ronda de financiación, el emprendedor podría decir: «Mira, creo firmemente que tenemos suficientes reservas de opciones para cubrir nuestras necesidades. Quedémonos con el nivel que te propongo, y si tuviéramos que ampliar la reserva de acciones antes de la siguiente ronda, te ofrecemos una cláusula antidilución completa para que te lo cubra».

Cláusula antidilución

La última cláusula económica clave es la antidilución. Una redacción antidilución típica es la que sigue:

Disposiciones antidilución: El precio de conversión de la Serie A Preferente estará sujeto a un ajuste para reducir la dilución en caso de que la compañía emita acciones adicionales de capital social que no sean (i) acciones que hayan sido reservadas a empleados tal y como se indicó en el apartado de reservas de opciones; (ii) acciones emitidas por consideraciones no dinerarias de conformidad con las condiciones previas establecidas en una fusión, consolidación, adquisición, o una situación de negocio parecida que haya sido aprobado por el Consejo de Administración; (iii) las acciones emitidas de cara a obtener cualquier préstamo o *leasing* de equipo, contrato de arrendamiento de bienes inmuebles, o financiación de deuda bancaria o de una institución financiera similar que haya sido aprobada por el

Consejo de Administración ; y (iv) las acciones que permiten a los tenedores de la mayoría de las acciones Preferentes Serie A renunciar a sus derechos de antidilución, a un precio de compra inferior al precio de conversión aplicable. En caso de una emisión de acciones que impliquen tramos u otros múltiples cierres, el ajuste antidilución se calculará como si todas las acciones hubiesen sido emitidas en el primer cierre. El precio de conversión también será objeto de un ajuste proporcional para la división de acciones, dividendos de acciones, combinaciones, recapitalizaciones, y situaciones similares.

Sí, estamos de acuerdo, es un trabalenguas. También es una cláusula que muchas veces lía a los emprendedores. Si bien la cláusula antidilución se utiliza para proteger a los inversores en caso de que la empresa emita acciones a una valoración más baja que la de las rondas anteriores, es igualmente una excusa para que los abogados usen una hoja de cálculo. Existen dos variedades: antidilución ponderada o *weighted average* y antidilución basada en *ratchets* o *ratchet-based*.

Antidilución *full ratchet* significa que si la empresa emite acciones a un precio más bajo que el precio de la serie que tiene la cláusula *full ratchet*, entonces el precio de la ronda anterior se reduce de manera efectiva al precio de la nueva emisión. Uno puede ser creativo y hacer *ratchets* parciales, como medios *ratchets* o *ratchets* de dos tercios, que son menos duros pero pocas veces se han visto.

Los *full ratchets* se pusieron de moda en el período 2001-2003, cuando las rondas con valoración a la baja (*down rounds*) estaban a la orden del día, pero la cláusula antidilución más común está basada en el concepto de promedio ponderado (*weighted average*), que tiene en cuenta la magnitud de la emisión de menor precio, no solo la valoración actual. En un mundo *full ratchet*, si la compañía vendió a alguien una sola de sus acciones por un precio inferior al de la ronda anterior, todas las acciones de la ronda anterior habría que ajustarlas al nuevo precio de emisión. En un mundo de promedio ponderado, el número de acciones emitidas a precio reducido se tiene en consideración en la revisión de precios de la ronda anterior. Matemáticamente (y aquí es donde los abogados podrán mostrar sus habilidades matemáticas, aunque te darás cuenta de que no hay exponentes o signos de suma en ningún lugar) funciona de la siguiente manera:

$$NPC = APC * \frac{(AOC + AOA)}{(AOC + AORA)}$$

en donde:

NPC = Nuevo precio de conversión

APC = Antiguo precio de conversión

AOC = Acciones ordinarias en circulación

AOA = Acciones ordinarias adquiribles que se hubiesen comprado y hubiesen supuesto una entrada de capital en la empresa (es decir, lo que el comprador podría haber comprado si no hubiera habido una emisión de acciones en una ronda a la baja o *down round*)

AORA = Acciones ordinarias realmente adquiridas en emisiones posteriores (es decir, lo que el comprador realmente compró)

Ten en cuenta que a pesar de que uno esté comprando acciones preferentes, los cálculos se realizan siempre sobre la base de considerar dichas acciones como si hubiesen sido convertidas a acciones ordinarias. La empresa no está emitiendo más acciones; más bien determina un nuevo precio de conversión de las de la serie anterior. Por otra parte, la empresa puede emitir más acciones, pero creemos que este es un enfoque absurdo e innecesariamente complicado que simplemente aumenta la factura que los abogados cobrarían a la compañía por la ronda. En consecuencia, las cláusulas antidilución suelen generar un *ajuste de precio de conversión*.

Es posible que hayas visto el término *broad-based* (base amplia) en la descripción de la cláusula antidilución de promedio ponderado (*weighted average*). Lo que hace que la cláusula sea de base amplia frente a de base estrecha (*narrow-based*) es la definición de acciones ordinarias en circulación (AOC). Una cláusula de promedio ponderado de base amplia (*broad-based weighted average*) abarca tanto las acciones ordinarias en circulación de la empresa (incluyendo todas las acciones ordinarias que han de emitirse tras la conversión de sus acciones preferentes), así como el número de acciones ordinarias que se podrían obtener mediante la conversión de todas las demás opciones, derechos, y valores (incluyendo las opciones de los empleados). Una cláusula antidilución de base estrecha (*narrow-based weighted average*) no incluiría estos otros valores convertibles, y limitaría el cálculo a solo las acciones actualmente en circulación. El número de acciones y cómo se cuentan importa; asegúrate de que coincides en la definición, ya que a menudo encontrarás a abogados diferentes discutiendo sobre qué incluir o no incluir en las definiciones.

En la redacción de nuestro ejemplo hemos incluido una sección conocida generalmente como *excepciones antidilución*: concretamente la parte «acciones adicionales de capital social que no sean (1) ... (4)». Estas son las excepciones estándar para acciones concedidas a precios más bajos y para las que la cláusula antidilución no se aplica. Desde una perspectiva de la empresa y del emprendedor, cuantas más excepciones mejor, y la mayoría de los inversores aceptarán estos pagos excepcionales o *carve-outs* sin mucha discusión.

Un punto en concreto en el que fijarse es la última *carve-out*:

(4) las acciones que permiten a los tenedores de la mayoría de las Acciones Preferentes Serie A renunciar a sus derechos de antidilución

Esta es un *carve-out* que comenzó a aparecer recientemente, y que pensamos que es muy útil en operaciones en las que la mayoría de los inversores de la Serie A se ponen de acuerdo en que van a financiar a la empresa en una posterior ronda de seguimiento, pero en la que el precio termina siendo inferior al que tuvo la Serie A. En el caso de la operación del texto que hemos usado de ejemplo, varios inversores minoritarios dijeron que no tenían previsto invertir en la nueva ronda ya que preferían retirarse e incrementar su porcentaje de propiedad en la empresa por medio de la cláusula antidilución. El hecho de que los inversores que más capital aportaron (la mayoría de la serie) se atrevieran a acordar que la ronda de financiación quedase exenta de la cláusula antidilución fue una bonificación extra para los accionistas de acciones ordinarias y empleados de la compañía, quienes de otro modo habrían sufrido la dilución provocada por las cláusulas antidilución adicionales de los inversores que no iban a continuar participando en la financiación de la empresa. Esta manera de hacer las cosas alienta a que los inversores minoritarios participen en la ronda para protegerse a sí mismos de la dilución.

De vez en cuando, la cláusula antidilución está ausente en el *term sheet* de una Serie A. A los inversores les encantan los precedentes (por ejemplo, un nuevo inversor puede decir «quiero lo que consiguió el último, y algo más»). En muchos casos las cláusulas antidilución dañan más a los inversores Serie A que a los posteriores si consideras que el precio de la Serie A marca el precio más bajo que tienen las acciones de la empresa. Por ejemplo, si el precio por acción de la Serie A es de 1\$, el precio de la Serie B es de 5\$, y el precio de la serie C es de 3\$, entonces la Serie B se beneficiaría de la cláusula antidilución a expensas de la Serie A. En nuestra experiencia los inversores solicitan la cláusula antidilución a pesar de esto, ya que los inversores de la Serie B casi siempre la piden, y ya que lo hacen, los inversores de la Serie A proactivamente la piden también.

Además del impacto en los derechos económicos, las cláusulas antidilución pueden afectar también al control de la empresa. En primer lugar, la existencia de una cláusula antidilución motivará a que la compañía emita nuevas acciones a valoraciones más altas debido al impacto que tiene la protección antidilución en los accionistas ordinarios. En algunos casos, una empresa puede descartar una inversión adicional a una valoración más baja aunque, en la práctica, esto solo ocurre cuando la empresa tiene otras

alternativas para financiarse. Un fenómeno reciente es asociar los cálculos antidilución a los hitos que los inversores han fijado para la empresa, provocando un ajuste del precio de conversión en caso de que la compañía no consiga cierta facturación, no desarrolle ciertos productos, o no alcance otros hitos de negocio. En esta situación, el ajuste antidilución se produce automáticamente si la empresa no cumple con sus objetivos, a menos que el inversor renuncie luego a su derecho. Esto crea un poderoso incentivo para que la empresa consiga los objetivos determinados por el inversor. Nosotros tendemos a evitar esta manera de hacer las cosas, ya que ir a ciegas a por determinados hitos de productos y ventas que se han establecido durante una ronda de financiación no siempre es lo mejor para el desarrollo a largo plazo de la empresa, sobre todo si estos hitos terminan creando un conjunto divergente de objetivos entre la dirección de la empresa y los inversores según evoluciona el negocio.

Las cláusulas antidilución son casi siempre parte de una ronda de financiación, por lo que comprender sus matices y saber qué aspectos son los que hay que negociar es una parte importante del conjunto de herramientas del emprendedor. Te recomendamos que no te obceques en eliminarlas. En su lugar, céntrate en minimizar su impacto y en crear valor para tu empresa cuando termine la ronda, y así no se tendrán que activar.

5. Cláusulas de control del *term sheet*

Las cláusulas que analizamos en el capítulo anterior definían los términos económicos de una operación; el próximo conjunto de cláusulas definen los parámetros de control de una operación.

Las empresas de capital riesgo se interesan por estas disposiciones de control para poder vigilar su inversión y además cumplir con regulaciones fiscales creadas en cada país para los distintos tipos de inversores que invierten en fondos de capital riesgo. Aunque los VC a menudo poseen menos del 50 por ciento de la propiedad de una empresa, por lo general disponen de una variedad de cláusulas políticas que de manera efectiva controlan muchas actividades de la compañía.

En este capítulo analizaremos las siguientes cláusulas: las del consejo de administración, las cláusulas de protección, el derecho de arrastre (*drag-along*), y la cláusula de conversión.

Consejo de administración

Uno de los mecanismos de control clave en una empresa es el proceso de elección del consejo de administración. El emprendedor debe pensar cuidadosamente cuál debe ser el equilibrio adecuado entre inversores, compañía, fundadores y representantes externos en el consejo.

La perspectiva del emprendedor

Elegir a un consejo de administración es un punto importante y delicado. Tu consejo es tu *sancta sanctorum*, tu departamento de planificación estratégica, tu juez, jurado y ejecutor a la vez. Algunos VC son espantosos miembros del consejo, a pesar de que sean buenos inversores y buena gente.

Veamos a continuación una cláusula típica sobre el consejo de administración:

Consejo de Administración: El tamaño del consejo de administración de la Sociedad queda fijado en [X] personas. El consejo se compone inicialmente de _____, como representante del inversor [los inversores] _____, _____ y _____. En cada reunión para elegir consejeros los tenedores de la Serie A Preferente, quienes votarán como una clase de acciones separada, tendrán derecho a elegir a [X] miembro [s] del Consejo de Administración de la Sociedad, cuyo director/consejero será designado por el Inversor. Por otro lado, los titulares de acciones ordinarias, quienes votarán como una clase de acciones separada, tendrán derecho a elegir a [X] miembro [s], y los restantes consejeros serán [Opción 1: elegidos de común acuerdo entre los titulares de acciones preferentes y ordinarias, votando juntos como una sola clase] [u Opción 2: elegidos por mutuo acuerdo del Consejo de Administración].

Si un subconjunto del consejo de administración está siendo elegido por más de un conjunto de votantes (por ejemplo, dos consejeros elegidos por los inversores, dos por los fundadores o accionistas de acciones ordinarias, y uno de mutuo acuerdo), debes plantearte qué es lo mejor: que sea elegido por acuerdo mutuo del consejo (una persona, un voto) o sometido a votación en base a la propiedad proporcional de todas las acciones convertidas a acciones ordinarias.

Las empresas de capital riesgo a menudo desean incluir a un observador en el consejo como parte de la operación, ya sea para sustituir o complementar a su representante oficial. Esto es habitual y frecuentemente práctico ya que muchos socios de fondos de capital riesgo tienen a un asociado que trabaja con ellos en sus participadas.

La perspectiva del emprendedor

Ten cuidado con los observadores. A veces no aportan ningún valor y continúan ocupando asientos en la mesa. A menudo el asunto no es quién vota en una reunión del consejo sino la discusión que se produce, ya que los observadores pueden influir en el equilibrio de una decisión. No querrás verte en la situación de tener una compañía antes de generar ingresos y 15 personas sentadas en una reunión de tu consejo.

Muchos inversores exigen que uno de los miembros del consejo que elijan los accionistas de acciones ordinarias sea el CEO que por entonces tenga la empresa. Esto puede suponer un problema si el CEO es también uno de los principales fundadores (a menudo verás redacciones de cláusulas en las que se otorga un asiento en el consejo a uno de los fundadores y otro al entonces CEO), ya que él ocuparía dos de los puestos del consejo destinados a representar a los accionistas de acciones ordinarias. Y si el CEO cambiase, sería también necesario cambiar al consejero que atendería a las reuniones. Todo esto se resuelve asignándole al CEO fundador dos puestos en lugar de uno.

Veamos esto con dos ejemplos: el consejo de una compañía en etapa temprana que se ha financiado con su primera ronda de capital, y el consejo de una empresa madura y que se plantea una IPO.

En el caso del consejo de la compañía en etapas tempranas, normalmente habrá cinco miembros en el consejo:

1. El Fundador
2. El CEO, que a menudo es otro fundador, o alguien de la confianza del fundador
3. Un inversor o VC

4. Un segundo VC
5. Un externo independiente

Este sería el caso por defecto de un consejo equilibrado que da suficiente influencia al VC para sentirse cómodo sin tener que ejercer control sobre el consejo. De igual manera, el fundador y el CEO tendrían el mismo número de votos que los inversores de capital riesgo, y el consejero externo podría ayudar a resolver los conflictos que surgieran, así como ser el miembro del consejo con menos deseos de provocarlos.

En el caso del consejo de una empresa en etapa más madura, lo normal es que haya más consejeros (de siete a nueve) y más representantes externos. El CEO y uno de los fundadores de la empresa estarían en las reuniones junto con los representantes de los VC (en función del importe de financiación conseguido en las rondas). La mayoría de los consejeros, sin embargo, suelen ser externos, por lo general emprendedores expertos o directivos de la industria en que opera la empresa.

Si bien es apropiado que a miembros del consejo y observadores se les reembolse por los gastos razonables pagados de su bolsillo para asistir a las reuniones, rara vez vemos a los consejeros recibir una compensación en efectivo por sus servicios en los consejos de administración de una empresa privada. Los consejeros externos suelen ser compensados con opciones sobre acciones —como los empleados clave—, y a menudo son invitados a invertir en la empresa junto con las empresas de capital riesgo.

Cláusulas de protección

Las siguientes cláusulas políticas clave que encontrarás en el *term sheet* son las cláusulas de protección. Se trata *de facto* de derechos de veto que los inversores tienen en ciertas decisiones de la empresa. No resulta sorprendente por tanto que estas provisiones protejan a los VC, aunque lamentablemente no de sí mismos.

Las cláusulas de protección a menudo son objeto de acaloradas negociaciones, pero con el tiempo se han estandarizado en su mayor parte. A los emprendedores les gustaría ver pocas o ninguna cláusula de protección en sus documentos. Por el contrario, a las empresas de capital riesgo les gusta tener un poco de control por medio de veto sobre un conjunto de decisiones que la compañía podría tomar, sobre todo cuando afectan a la situación económica de los inversores.

Una cláusula típica de protección puede ser la siguiente:

Cláusulas de protección: En tanto las acciones de la Serie A Preferente permanezcan en circulación, se requerirá del consentimiento de la mayoría de los titulares de la Serie A Preferente para cualquier decisión, ya sea tomada directamente por la empresa o debida a cualquier fusión, recapitalización o evento similar que, (i) altere o modifique los derechos, preferencias o privilegios de la Serie A Preferente; (ii) aumente o disminuya el número autorizado de acciones ordinarias o preferentes; (iii) establezca (por reclasificación o de cualquier otra manera) cualquiera nueva clase o serie de acciones que tuviera derechos, preferencias o privilegios de alto nivel o en paridad con la Serie A Preferente; (iv) provoque la redención o recompra de las acciones ordinarias (con excepción de los acuerdos para incentivar con capital social que pudieran establecerse con proveedores de servicios, y manteniendo la Compañía el derecho de recompra de las acciones tras la conclusión de los servicios); (v) produzca una fusión, otro tipo de reorganización corporativa, traspaso del control sobre la compañía, o cualquier transacción en la que todos o una parte significativa de los activos de la Compañía se vendan; (vi) modifique o provoque la invalidez de cualquier artículo de los Estatutos de la Compañía o del estatus legal de la misma; (vii) aumente o disminuya el tamaño autorizado del Consejo de Administración de la Sociedad; (viii) produzca el pago o declaración de cualquier dividendo de las acciones ordinarias o preferentes; o (ix) produzca una emisión de deuda superior a 100.000\$.

Traduzcamos esto en lo que la empresa de capital riesgo está tratando de proteger. Sencillamente, a menos que el VC esté de acuerdo, no se podrá:

- Cambiar los términos / las condiciones de propiedad de las acciones del VC
- Autorizar la creación de más acciones
- Emitir acciones de nivel superior o igual a las del VC
- Recomprar cualquier acción ordinaria
- Vender la empresa
- Cambiar el estatus legal de la sociedad o sus estatutos
- Cambiar el tamaño del consejo de administración
- Pagar o declarar un dividendo
- Pedir prestado dinero

La subsección (ix) de la cláusula de protección es a menudo lo primero que se cambia cuando se eleva el umbral de endeudamiento a un nivel algo más alto, siempre y cuando la empresa sea un negocio con una cuenta de explotación real en lugar de una *startup* que arranca. Otro cambio fácilmente aceptado es incluir un umbral mínimo de acciones preferentes en circulación para que actúen las cláusulas de protección, lo que evita que las cláusulas de protección permanezcan siempre rígidas cuando la estructura de capital se modifica por causas positivas o negativas.

Muchos asesores de la compañía suelen solicitar que se incluyan *materiality*

qualifiers (cualificadores de materialidad o importancia), por ejemplo que la palabra *material* o *importante* se inserte al comienzo de las subsecciones (i), (ii), y (vi) del ejemplo. Siempre declinamos esta petición, no porque seamos tercos, sino porque no sabemos muy bien lo que significa *material* o *importante* (si le preguntas a un juez o si lees cualquier caso de jurisprudencia tampoco obtendrás ayuda), y porque creemos que ser específico es más importante que discutir lo que es razonable. Recuerda que se trata de cláusulas de protección; no eliminan la capacidad de que se hagan estas cosas, sino que simplemente requieren del consentimiento de los inversores. Mientras estas cosas no afecten a los medios materiales de las empresas de capital riesgo, el permiso para llevarlas a cabo está asegurado. Nos gusta ser siempre bien claros desde el principio sobre las reglas del juego en lugar de debatir lo que significa la palabra *material* en medio de una situación en la que estas cláusulas de protección podrían activarse.

La perspectiva del emprendedor

En lo referente a las cláusulas de protección que hemos visto en el ejemplo, (i) me parece justa; (ii) me parece justa; (iii) me parece justa; (iv) esta debería ser positiva para las empresas de capital riesgo, aunque no supone una gran cosa; (v) esta es crítica siempre y cuando los titulares de las acciones Serie A preferente representen, en conjunto, un porcentaje relevante de tu tabla de distribución de capital; (vi) tiene sentido; (vii) esta es crítica siempre y cuando los titulares de acciones Serie A preferente representen, en conjunto, un porcentaje relevante de tu tabla de distribución de capital; (viii) nunca tendrás que preocuparse por esta cláusula; (ix) esta está bien, aunque debes tratar de conseguir un límite más alto o una exclusión para la financiación de bienes de equipo necesarios para el transcurso normal del negocio.

Cuando tienen lugar las siguientes rondas de financiación (por ejemplo, una Serie B, una nueva clase de acciones preferentes) siempre hay una discusión sobre cómo funcionan las cláusulas de protección con la nueva clase. Hay dos casos: la Serie B obtiene sus propias cláusulas de protección o los inversores de la Serie B votan junto a los inversores anteriores como una sola clase. Los emprendedores casi siempre querrán un solo voto para todos los inversores, ya que el voto diferenciado que conceden las cláusulas de protección a las diferentes clases de inversores supone para la empresa que tenga que lidiar con dos clases de potenciales consejeros con derecho a veto. Normalmente, los nuevos inversores pedirán votar por separado, ya que sus intereses pueden diferir del de los inversores iniciales debido a los diferentes precios de sus acciones, diferentes perfiles de riesgo, y una falsa necesidad de tenerlo todo controlado. Con todo, muchos inversores expertos se alinean con el punto de vista del emprendedor de no querer diferentes clases de votos, puesto que quieren evitarse los posibles dolores de cabeza que puede producir el veto de cualquier clase de acciones en una decisión importante de la empresa. Si los

inversores de la Serie B son los mismos que los de la Serie A, esta discusión es irrelevante y debería ser fácil para todo el mundo votar como una sola clase. Si tienes nuevos inversores en la Serie B, ten cuidado con los derechos de veto inapropiados de los pequeños inversores; por ejemplo, que el porcentaje de acuerdo requerido sea del 90 por ciento en lugar de una mayoría (50,1 por ciento), lo que permitiría a un nuevo inversor que aporte solo el 10,1 por ciento de la ronda de financiación tener un control efectivo sobre las cláusulas de protección con su voto.

La perspectiva del emprendedor

Independientemente de quienes sean tus inversores, lucha por que voten como una sola clase. Es de vital importancia para tu salud mental y mantiene a los inversores alineados. Y mientras tu tabla de distribución de capital sea racional, no debería tener ninguna repercusión.

Algunos inversores sienten que con su presencia en el consejo ya tienen suficiente control como para estar convencidos de que la empresa no va a emprender ninguna acción contraria a sus intereses, y por esa razón no se focalizan en estas cláusulas de protección. Durante una ronda de financiación este es el argumento típico que utilizan los abogados de la empresa para tratar de convencer a los inversores de capital riesgo de no incluir todas o algunas de las cláusulas de protección. Creemos que este es un enfoque corto de miras para el inversor ya que, como miembro del consejo, un inversor designado tiene obligaciones legales para trabajar de la mejor forma y en interés de la empresa. A veces los intereses de la compañía y los de una clase concreta de accionistas divergen. Por tanto, puede haber ocasiones en las que una persona legalmente tenga que aprobar algo como miembro del consejo por el interés global de la empresa y no disponer de una cláusula de protección a la que recurrir como accionista. Aunque esta dinámica no beneficia necesariamente al emprendedor, es una práctica de buen gobierno ya que separa funcionalmente las obligaciones de un miembro del consejo de administración de las de un accionista, lo que aporta una mayor claridad en una zona de potencial conflicto.

Si bien se podría argumentar que las cláusulas de protección constituyen la base de la confianza entre una empresa de capital riesgo y un emprendedor, nosotros pensamos que esta es una afirmación vacía e ingenua. Cuando un emprendedor pregunta «¿No confías en mí? ¿Por qué necesitamos estas cosas?», la respuesta simple es que no es una cuestión de confianza; más bien es que nos gusta eliminar la discusión sobre quién toma finalmente qué decisiones antes de cerrar una operación. Eliminar la ambigüedad en cuanto a los roles, el control y las reglas de juego, es un tema importante de toda ronda

de financiación, y las cláusulas de protección están en el corazón de todo eso.

De vez en cuando las cláusulas protectoras pueden ayudar al emprendedor, especialmente en caso de adquisición de la empresa. Dado que el inversor puede bloquear efectivamente la venta, esto proporciona al emprendedor cierta ventaja adicional cuando negocia con el comprador ya que el precio debe ser lo suficientemente alto como para conseguir que la empresa de capital riesgo apruebe la operación. Esto presupone una postura razonable por parte del inversor existente, naturalmente, aunque en la mayoría de los casos un VC experto apoyará la decisión del emprendedor de vender la empresa.

Hace una década llevaba varios días negociar las cláusulas de protección. Con el tiempo varias decisiones judiciales importantes han puesto repetidamente a prueba a estas cláusulas en los tribunales, por lo hoy se han convertido en su mayoría en un estándar.

La perspectiva del emprendedor

Recuerda, estás negociando la operación en nombre de la empresa (no importa quien la dirija en el futuro) y con los inversores (no importa quién sea el dueño de las acciones en el futuro). Estas cláusulas no tratan solo de tu relación actual con la empresa de capital riesgo en cuestión.

Cláusula de arrastre (*Drag-along*)

Otra cláusula de control importante es la de arrastre (*drag-along*). A continuación puedes ver una redacción típica de la misma:

Cláusula de arrastre: Los [titulares de las acciones ordinarias] o [Fundadores] y la Serie A Preferente aceptarán un *acuerdo de arrastre* por el cual si una mayoría de los titulares de la Serie A Preferente están de acuerdo en una venta o liquidación de la Sociedad, los restantes titulares de la Serie A Preferente y los de acciones ordinarias deberán consentir y no plantear objeciones a dicha venta.

La cláusula de arrastre da a un subconjunto de inversores la capacidad de forzar, o arrastrar, a todos los otros inversores y a los fundadores a vender la empresa, independientemente de cómo se sientan los arrastrados por la operación.

Tras el estallido de la burbuja de internet y las ventas de compañías que estaban al mismo nivel o por debajo de los límites de liquidación preferente, emprendedores y fundadores, no sorprendentemente, comenzaron a resistirse a vender la empresa en esas condiciones, ya que a menudo no conseguían nada en la operación. Si bien hay varios mecanismos para abordar el reparto de importes por debajo de los límites de liquidación preferente, como el concepto del *carve-out* (pago preferente excepcional por delante de los accionistas), del que hablaremos más adelante, la cuestión fundamental es que

si se produce una transacción por debajo de los importes mínimos de liquidación preferente, es probable que algunos o todos los inversores de capital riesgo pierdan dinero. El punto de vista del VC sobre esto varía ampliamente y depende con frecuencia de la situación; algunos inversores pueden lidiar con esto y están predispuestos a tener una cierta consideración con los directivos de la empresa para llegar a un trato, mientras que otros persisten en su opinión de que, como perdieron dinero, ni directivos ni fundadores deberían recibir nada.

En cada una de estas situaciones los inversores de capital riesgo hubieran preferido tener control para obligar a los demás accionistas a apoyar la transacción. Según fueron surgiendo más situaciones como estas, los principales titulares de acciones ordinarias (incluso estando en posición minoritaria) comenzaron a negarse a votar a favor de la transacción propuesta a menos que los titulares de las acciones preferentes renunciases a una parte de sus preferencias de liquidación a favor de las acciones ordinarias. Huelga decir que esta técnica particular de resistencia no fue bien recibida en la comunidad del capital riesgo y, en consecuencia, las cláusulas de arrastre se hicieron más frecuentes.

Si te enfrentas a una situación en la que se aplica una cláusula de arrastre, tu nivel de propiedad de la compañía determinará si se trata o no de una cuestión importante para ti. Una adquisición no requiere del consentimiento unánime de los accionistas; estas reglas varían según la jurisdicción, aunque las dos situaciones más comunes en los Estados Unidos son o bien una mayoría de cada clase (California) o bien una mayoría de todas las acciones convertidas a acciones ordinarias (Delaware). Con todo, la mayoría de los compradores querrán que entre el 85 y el 90 por ciento de los accionistas den su consentimiento a la transacción. Si eres el dueño del 1 por ciento de una empresa y la firma de capital riesgo desea que firmes una cláusula de arrastre, no tendrá mucha importancia a menos de que haya 30 de vosotros que tengáis un 1 por ciento cada uno. Asegúrate de saber por lo que estás luchando en la negociación, y no pongas energía desproporcionada contra cláusulas que no importan.

Cuando una empresa se encuentra con una cláusula de arrastre en una propuesta de financiación de capital riesgo, el compromiso más habitual es tratar de conseguir que los derechos de arrastre incumban a lo que decida la mayoría de las acciones ordinarias, no las preferentes. De esta manera, si eres dueño de acciones ordinarias, serás arrastrado solo cuando una mayoría de los accionistas ordinarios preste su consentimiento a la transacción. Esta es una postura digna para un pequeño accionista (es decir, «voy a jugar a la pelota si

la mayoría de los ordinarios juegan a la pelota») y una postura que siempre hemos estado dispuestos a tomar cuando hemos sido propietarios de acciones ordinarias en una empresa (es decir, «no voy a ponerme en medio de algo que la mayoría de la gente que tiene los mismos derechos que yo quiere hacer»). Por supuesto, los inversores con acciones preferentes siempre pueden convertir algunas de las suyas en acciones ordinarias para poder generar una mayoría, pero esto también generaría un beneficio a los accionistas ordinarios, ya que disminuiría el nivel general de preferencias de liquidación.

La perspectiva del emprendedor

Esta es uno de esas cláusulas cuya importancia es enorme si las cosas se hunden, en cuyo caso probablemente tendrás cosas más importantes que hacer. Y afecta a ambos lados: si tienes una gran cantidad de inversores, por ejemplo, esta cláusula puede obligarles a todos a aceptar una operación que podría ahorrarte mucha angustia más adelante. Por supuesto, lo mejor es no estar en una situación en la que haya que vender a la desesperada, o por lo menos controlar a suficientes miembros del consejo (al menos de manera efectiva, si no por contrato) para que puedas ante todo impedir que se cierre una mala operación.

Conversión

Mientras que muchas empresas de capital riesgo se posicionan durante la negociación del *term sheet* diciendo cosas como «eso es innegociable», las cláusulas rara vez lo son. De vez en cuando, sin embargo, una cláusula realmente es innegociable, y la de conversión es una de ellas.

La perspectiva del emprendedor

Amén. «Esto no es negociable» suele ser una frase que lanzan los miembros más jóvenes de las firmas de capital de riesgo cuando no saben hacer nada mejor. En particular ten cuidado con la táctica de usar en la negociación frases como «así es como siempre hacemos las operaciones» o «esta es una cláusula estándar para nosotros» ya que no son nada convincentes e indican que las personas con las que estás negociando no saben muy bien lo que están haciendo.

En todas las operaciones de capital riesgo que hemos visto que los accionistas preferentes tienen el derecho, en cualquier momento, de convertir sus acciones en acciones ordinarias. A continuación puedes ver la redacción de una cláusula estándar:

Conversión: Los titulares de la Serie A Preferente tendrán derecho a convertir la Serie A Preferente, en cualquier momento, en acciones ordinarias. La tasa de conversión inicial será de 1:1, sin perjuicio de los ajustes previstos a continuación.

Esto permite a los compradores de acciones preferentes convertirlas a ordinarias si determinan, en caso de liquidación, que les va mejor que les paguen como titulares de acciones ordinarias en lugar de aceptar las

cantidades que les corresponderían por su preferencia en la liquidación y por la liquidación preferente participativa. También se puede utilizar en ciertas circunstancias extremas en las que los titulares de preferentes desean controlar el voto de las acciones ordinarias sobre un determinado tema. Nótese, sin embargo, que una vez convertidas, no existe ninguna cláusula para reconvertirlas de nuevo a preferentes.

Una cláusula más interesante es la de conversión automática, sobre todo porque tiene varios componentes que son negociables.

Conversión automática: Toda la Serie A Preferente se convertirá automáticamente en acciones ordinarias, al precio de conversión aplicable en ese momento, cuando se produzca el cierre de una oferta pública asegurada en firme de acciones ordinarias de la Compañía a un precio por acción mínimo de [tres] veces el Precio Original de Compra (ajustado por división de acciones, dividendos, etc.) por acción y por una oferta total de no menos de [15] millones de dólares (antes de deducir las comisiones y gastos de la entidad colocadora) (una *salida a bolsa cualificada* o «*Qualified IPO*»). Todas, o una parte de las acciones de la Serie A Preferente se convertirán automáticamente en acciones ordinarias al precio de conversión aplicable en ese momento en caso de que los titulares de por lo menos la mayoría de las acciones en circulación de la Serie A Preferente acepten dicha conversión.

En una IPO de una empresa financiada con capital riesgo, los bancos de inversión casi siempre van a querer ver a todo el mundo convertido en acciones ordinarias en el momento de dicha IPO. Es raro para una empresa financiada con capital riesgo salir a bolsa con varias clases de acciones, aunque en alguna ocasión se han visto clases duales de acciones como pasó con Google. Los umbrales para la conversión automática son críticos de negociar. Como emprendedor querrás que bajen para asegurar una mayor flexibilidad, mientras que tus inversores querrán que suban para permitirles mayor control sobre el calendario y condiciones de una IPO.

Independientemente de los umbrales actuales, es importante no permitir jamás a los inversores que negocien cláusulas diferentes de conversión automática para diferentes series de acciones preferentes. Hay muchas historias de terror sobre empresas a punto de salir a bolsa con una clase de accionistas preferentes con un umbral por encima del de la propia propuesta de oferta pública de acciones; como resultado, estos accionistas tendrían un derecho efectivo de veto sobre la IPO.

Por ejemplo, supongamos que tienes a un inversor en empresas en fases tempranas con un umbral de conversión automática de treinta millones de dólares, y a un inversor en empresas en fases más avanzadas con un umbral de conversión automática de sesenta millones. Ahora, supongamos que estás en la línea de salida para una IPO y resulta ser una oferta de cincuenta millones basada en como está el mercado y en la demanda por tu compañía. Tu inversor en fases tempranas está listo para empezar, pero tu inversor en

fases avanzadas de repente dice «me gustaría tener un poquito más, puesto que puedo bloquear la operación, y a pesar de todo lo que has hecho por salir a bolsa creo que no podré apoyar a menos que...». En estos casos, sobreviene mucha discusión legal y financiera de última hora debido a la falta de alineación entre tus diferentes clases de inversores. Para evitarlo, recomendamos encarecidamente que iguales el umbral de la conversión automática entre todas las series de acciones de cada ronda de financiación.

La perspectiva del emprendedor

Entérate de cuáles son las normas para hacer una IPO antes de meterte de lleno en las cláusulas de conversión. No hay ninguna razón para dejar de lado la negociación de otras cláusulas más críticas por un umbral de veinte millones frente a otro de treinta millones si la norma son cincuenta millones. Además, si el consejo de administración decide lanzar una IPO ejercerá presión al VC para que haga una excepción a esta cláusula.

6. Otras cláusulas del *term sheet*

Hasta ahora hemos explorado cláusulas de gran importancia que se incluyen en las categorías de cláusulas económicas y de control. A medida que nos adentramos en el *term sheet* empezamos a encontrar algunas cláusulas que no son tan importantes, que solo tienen efecto en una situación negativa, o que no importan en absoluto.

Este capítulo trata sobre esas cláusulas, entre las que incluyen las referentes a dividendos, derechos de reembolso, condiciones previas a la ronda de financiación, los derechos de información, derechos de registro, derecho de tanteo, los derechos de voto, las restricciones en ventas, los acuerdos sobre patentes y propiedad intelectual, el acuerdo de venta conjunta, las restricciones sobre las actividades de los fundadores, los acuerdos de compra de acciones en una IPO, el *no-shop agreement* (en adelante «acuerdo de exclusividad»), la cláusula de indemnización, y la de asignación.

Dividendos

Mientras que a los inversores de *private equity* les encantan los dividendos, a muchos inversores de capital riesgo, especialmente a los centrados en las primeras etapas de la empresa, no les preocupan en absoluto. En nuestra experiencia, los VC que se preocupan por los dividendos, o bien provienen de la industria del *private equity* o bien están pensando en la protección a la baja (*downside*) en las grandes operaciones.

A continuación podemos ver una cláusula típica sobre dividendos en un *term sheet*:

Dividendos: Los titulares de la Serie A Preferente tendrán derecho a recibir dividendos [no] acumulativos, con preferencia sobre cualquier dividendo de las acciones ordinarias, por un importe del [8 por ciento] del Precio Original de Compra anual, [cuando y como sea establecido por el Consejo de Administración]. Los titulares de la Serie A Preferente también tendrán derecho a recibir los dividendos pagados a las acciones ordinarias de forma prorrateada a la conversión de sus acciones preferentes en ordinarias.

En el caso de inversiones en empresas en etapas iniciales los dividendos generalmente no se consideran retornos de capital riesgo, sino una propina adicional de la operación. Hagamos unas simples cuentas. Pongamos un típico dividendo del 10 por ciento (los dividendos oscilan entre el 5 y 15 por

ciento dependiendo de lo agresivo que sea tu inversor; elegimos un 10% para facilitar los cálculos).

Ahora, supongamos que la empresa de capital riesgo ha negociado con dureza y conseguido un dividendo anual acumulativo del 10 por ciento. En este caso los VC automáticamente obtienen un dividendo cada año. Para mantener los cálculos fáciles, asumamos ahora que el dividendo no produce interés compuesto. Como resultado, cada año la empresa de capital riesgo recibe el 10 por ciento de la inversión en forma de dividendo. Supongamos ahora que tenemos una operación superexitosa, con un retorno de $50\approx$ en una inversión de 10 millones de dólares que ha durado cinco años. Incluso con un dividendo anual acumulativo del 10 por ciento, el incremento del retorno para el VC pasaría de 500 millones a solo 505 millones (el dividendo anual es de 1 millón, es decir, el 10 por ciento de los 10 millones, durante cinco años).

Mientras que obtener dinero extra con dividendos está muy bien, en realidad apenas mueve los indicadores del éxito. Dado que los fondos de capital riesgo suelen tener una existencia de 10 años, el dividendo solo les generaría un retorno de $1\approx$ si invirtiesen desde el primer día y mantuviesen la inversión por 10 años.

Esto también presupone que la compañía realmente pueda pagar el dividendo. Por lo general, los dividendos se pagan en acciones o efectivo, normalmente a elección de la empresa. Es obvio que el dividendo podría provocar una dilución adicional del emprendedor si se pagase solo a los inversores y con acciones, por lo que es importante que el emprendedor no se despiste en este caso, cuando el pago del dividendo se convierte en otra forma de que el inversor consiga evitar la dilución, una automática y sencillamente ligada al paso del tiempo, pero a costa de los emprendedores.

Estamos contemplando escenarios de retorno optimistas. En los pesimistas los dividendos pueden ser importantes, sobre todo si es mayor el capital invertido. Tomemos por ejemplo una inversión de 40 millones de dólares con un dividendo acumulativo anual del 10 por ciento en una empresa que al final del quinto año se vende a otra por 80 millones de dólares. En este caso, supongamos que solo había una sencilla liquidación preferente no participativa, y que el inversor obtuvo el 40 por ciento de la empresa por su inversión (a una valoración *postmoney* de 100 millones de dólares). Dado que el precio de venta estaba por debajo de la valoración *postmoney* (es decir, ha habido pérdidas pero no es un desastre), el inversor ejercerá la preferencia de liquidación y se llevará los 40 millones más el dividendo (4 millones por año durante cinco años, o 20 millones). En este caso, la diferencia de retorno entre

un escenario sin dividendos (40 millones) y en un escenario con dividendos (60 millones) es significativa.

Matemáticamente, cuanto mayor sea la cantidad invertida y menor el múltiplo de salida previsto, más importantes serán los dividendos. Por esta razón verás dividendos en operaciones de *private equity* y *buyouts* porque las cantidades invertidas son importantes (por lo general más de 50 millones) y la expectativa de generar grandes múltiplos de retorno sobre el capital invertido son menores.

Los dividendos automáticos tienen algunos efectos secundarios desagradables, sobre todo si la empresa se mete en problemas, ya que normalmente deben ser incluidos en los análisis de solvencia. Si no prestas atención, un dividendo acumulativo automático te puede poner sin saberlo en una situación de insolvencia, que es un mal sitio donde estar. La acumulación de dividendos también puede ser una pesadilla contable, especialmente cuando existe la opción de pagarlos en acciones, efectivo, o con un ajuste de conversión, por esa razón se les paga tan bien a los auditores a finales de año.

Dicho esto, el dividendo no acumulativo, cuando está autorizado por el consejo de administración, es algo inofensivo, que rara vez sucede, y un hecho más bien del pasado, por lo que solemos dejarlo en los *term sheets* solo para tener entretenidos a los abogados.

La perspectiva del emprendedor

Lo único por lo que preocuparse en este punto es por que te asegures de que los dividendos sean aprobados por una mayoría, o incluso una supermayoría, de tu consejo de administración.

Derechos de recompra

A pesar de que los derechos de recompra rara vez entran en juego, a muchos inversores de capital riesgo les preocupan probablemente demasiado, ya que proporcionan protección adicional en una operación si las cosas van mal. Una cláusula típica derechos de recompra es la siguiente:

Recompra por decisión de los inversores: Si los titulares de al menos una mayoría de la Serie A Preferente lo deciden, la Sociedad deberá recomprar las acciones en circulación de la Serie A Preferente en tres plazos anuales a partir del [quinto] año desde el cierre de la operación. Estas recompras se harán a un precio por acción igual al precio que hubo en la operación original más los dividendos declarados y no pagados.

Hay una cierta justificación de los derechos de recompra. En primer lugar, existe el temor (por parte de las empresas de capital riesgo) de que una empresa sea lo suficientemente exitosa como para ser un negocio activo, pero

no lo suficiente como para salir a bolsa o ser comprada. Para estos casos se inventaron los derechos de recompra, para garantizar al inversor un camino de salida. Sin embargo una empresa que haya estado operando durante un tiempo, y que no sea atractiva ni para una IPO ni para ser comprada, generalmente no tendrá el dinero para pagar los derechos de recompra.

Otra razón de la existencia de los derechos de recompra viene asociada a la vida útil de los fondos de capital riesgo. Estos tienen un promedio de vida de diez años para llevar a cabo su negocio. Si una empresa de capital riesgo hace una inversión en el quinto año del fondo, podría ser importante para el gestor asegurar los derechos de recompra y así tener garantizada una futura liquidez antes de que el fondo cese su actividad. Como en el caso anterior, que la empresa invertida tenga o no capacidad de pago es otra cuestión.

A menudo las compañías afirman que los derechos de recompra crean un pasivo en su balance y hacen que el negocio no se vea tan bien. Por «verse bien» nos referimos a cómo ciertos terceros perciben la salud y estabilidad de la empresa, por ejemplo bancos, clientes y empleados. En los últimos años, los auditores han empezado a argumentar con fuerza que las acciones preferentes con derecho de recompra son un pasivo del balance, y no parte del capital social. Esto no es así a menos que las acciones preferentes con derecho de recompra sean de recompra obligatoria, y la mayoría de los auditores expertos serán capaces de reconocer la diferencia.

Hay una forma de recompra que hemos observado en los últimos años y que nos parece que se extralimita: la recompra por situación adversa. Te recomendamos que nunca aceptes esta cláusula que se ha introducido recientemente en los *term sheets*:

Recompra por situación adversa: si la Sociedad experimenta un cambio material adverso en sus posibles clientes, negocios, o situación financiera, los titulares de al menos la mayoría de la Serie A Preferente tendrán la opción de exigir a la Sociedad la recompra inmediata de las acciones Serie A Preferentes en circulación. Esta recompra se hará a un precio por acción igual al precio que hubo en la operación original de compra más los dividendos declarados y no pagados.

Esta cláusula da efectivamente a la empresa de capital riesgo el derecho a una recompra si se produce un «cambio material adverso en su... negocio». El problema es que el «cambio material adverso» no está definido, es un concepto vago, es demasiado punitivo, y desplaza una cantidad inadecuada de control hacia los inversores sobre la base de un juicio arbitrario producido por ellos mismos. Si se propone esta cláusula y tienes dificultades para que la retiren asegúrate de estar hablando con inversores profesionales y no con tiburones.

Por nuestra experiencia los inversores de capital riesgo entienden bien lo que

son los derechos de recompra y no deberían constituir un problema, excepto en discusiones teóricas entre abogados y auditores.

La perspectiva del emprendedor

No me preocuparía mucho por los derechos de recompra, aunque la recompra por situación adversa es realmente perversa. Al igual que con los dividendos, asegúrate solo de que tienes la máxima protección respecto a las decisiones de tu consejo de administración, o que todas las clases de accionistas preferentes voten en conjunto, en vez de que haya una mayoría de cualquier clase de accionistas que voten sobre los derechos de recompra.

Condiciones previas a la ronda de financiación

Aunque tenga mucho que negociar, un *term sheet* es simplemente un paso en el camino para cerrar una operación. Los *term sheets* son a menudo no vinculantes (o no vinculantes en su mayor parte) y la mayoría de los inversores de capital riesgo los cargan con condiciones que tienen que cumplirse con anterioridad a la ronda de financiación. Los emprendedores suelen echarles un vistazo, por lo general porque están en las últimas secciones del *term sheet* y parecen bastante inofensivas, pero a veces son excusas para que los inversores se nieguen a llevar a cabo las operaciones a las que deben estar atentos los emprendedores, aunque solo sea para comprender mejor la mentalidad del inversor que propone la inversión.

Una cláusula típica para explicar las condiciones previas a una ronda de financiación suele ser así:

Condiciones previas a una ronda de financiación: A excepción de las cláusulas del presente documento tituladas «Honorarios y gastos legales», «Acuerdo de exclusividad», y «Ley aplicable», que inversores y Compañía acordaron explícitamente como vinculantes para la ejecución de este *term sheet*, este resumen de cláusulas no pretende ser un compromiso de carácter legalmente vinculante por parte de los inversores, y toda obligación por parte de los inversores está sujeta a que se cumplan las siguientes condiciones previas a la inversión: 1. Formalización de la documentación legal de forma satisfactoria para los potenciales inversores; 2. Cumplimiento satisfactorio del proceso de *due diligence* por parte de los inversores potenciales; 3. Entrega de la carta específica de derechos de gestión (*management rights letter*) a los inversores; y 4. Presentación de un presupuesto detallado para los doce (12) meses siguientes, aceptable para los inversores.

Ten en cuenta que los inversores tratarán de hacer algunas cosas que sean vinculantes (en concreto que se paguen las costas legales, tenga lugar o no la operación, que la empresa no puede ofrecer la operación a terceros una vez firmado el *term sheet*, o que la ley aplicable sea la de una jurisdicción específica), al mismo tiempo que afirmarán explícitamente que un montón de cosas más tienen todavía que pasar antes de que se realice la operación, y que podrían retirarse de la misma por cualquier motivo.

La perspectiva del emprendedor

Trata de evitar que te pongan condiciones previas a la operación en la medida de lo posible. Una vez más, el mejor Plan A tiene detrás un gran Plan B. Tu posible inversor de capital riesgo debe estar dispuesto a actuar con rapidez y hacerse con la operación con unas condiciones razonables una vez firmado el *term sheet*. Como mínimo, no aceptes pagar los honorarios legales de la empresa de capital riesgo a menos que se cierre la operación (con una posible excepción si eres tú quien la cancelas).

Hay tres condiciones que tener en cuenta, ya que por lo general indican detalles no tan obvios por parte del VC. Estas son:

1. **Aprobación por parte de los inversores asociados.** Esto es un código secreto de los VC para decir que «esta operación no ha sido aprobada por los inversores que emitieron este *term sheet*». Por lo tanto, incluso si te encantan los términos de la operación, es posible que aún no haya operación.
2. **Oferta de derechos que deben ser completados por la empresa.** Esto indica que las empresas de capital riesgo quieren ofrecer a todos los anteriores inversores de la compañía la posibilidad de participar en la ronda de financiación que se contempla. Esto no es necesariamente malo, ya que en la mayoría de los casos sirve para proteger a todas las partes de responsabilidades legales, aunque demora y encarece la operación.
3. **Acuerdos de empleo firmados por los fundadores aceptables para los inversores.** Entérate de cómo son todas las cláusulas antes de firmar el acuerdo. La postura más inteligente como emprendedor para aproximarse a esto probablemente sea entender y negociar al comienzo del proceso el tipo de acuerdo de trabajo. Querrás hacer eso antes de firmar un *term sheet* y aceptar un acuerdo de exclusividad, aunque la mayoría de las empresas de capital riesgo tratarán de quitar importancia al tema y dirán «no te preocupes por eso: se nos ocurrirá algo que nos sirva a todos». Asegúrate de que entiendes las cláusulas clave como las de compensación y lo que pasaría si te despidiesen.

La perspectiva del emprendedor

Insiste en que te expliquen los términos clave antes de firmar un *term sheet* que contenga un acuerdo de exclusividad. Un inversor que no detalle desde el principio las cláusulas sobre empleo más importantes es una clara señal de alarma.

Existen un montón de otras condiciones absurdas; si te las puedes imaginar probablemente existan. Lo único de lo que tienes que asegurarte es de leer con atención esta sección y recordar que porque hayas firmado un *term sheet*

no tienes necesariamente la operación cerrada.

Derechos de información

Aquí tenemos otra omnipresente cláusula que es importante para las empresas de capital riesgo pero que no debería importarle demasiado al emprendedor. Los derechos de información definen el tipo de información a la que el VC tiene legalmente acceso y el marco temporal en el que la empresa está obligada a entregársela.

Derechos de información: En tanto que un inversor sea titular de [cualquier] acción de la Serie A Preferente o acciones ordinarias emitidas tras una conversión de acciones de la Serie A Preferente, la Compañía entregará al Inversor el presupuesto anual de la Sociedad, así como un estado financiero anual auditado y unos estados financieros trimestrales no auditados. Además, tan pronto como sea razonablemente posible, la empresa deberá presentar un informe a cada Inversor comparando cada presupuesto anual con dichos estados financieros. Cada inversor también tendrá derecho a los derechos de inspección y visita estándar. Estas cláusulas concluirán en caso de una IPO cualificada.

Te podrías preguntar que «si estas cláusulas raramente importan, ¿por qué tengo que preocuparme por ellas?». Como vas a encontrártelas en un *term sheet* y probablemente estarás expuesto a las mismas, igualmente podrías oír que tampoco son cláusulas tan importantes. Por supuesto, desde la perspectiva de una empresa de capital riesgo, no ser «tan importantes» también puede significar «Sr. Emprendedor, por favor, no preste mucha atención a estas cláusulas, solo acéptelas tal cual». Sin embargo, en nuestra opinión, si un inversor o la empresa negocian con insistencia estas cláusulas concretas terminarán desperdiciando el tiempo (y el dinero para pagar a los abogados).

Los derechos de información son generalmente algo en que las compañías se ven atrapadas si quieren hacerse con capital para invertir. Lo único que se podría cambiar sería establecer un umbral en el número de acciones de las que tendría que ser titular un inversor (un número concreto en vez de la palabra «cualquier») para que pudiera disfrutar de estos derechos.

La perspectiva del emprendedor

Si te preocupas por los derechos de información que tienes para con tus accionistas es que eres tonto. Tienes que gestionar una organización lo más transparente posible en el siglo XXI. Si no puedes comprometerte a enviar a tus accionistas ni un presupuesto ni los estados financieros, entonces no deberías tener inversores externos. Si eres de mentalidad paranoica (lo que generalmente aplaudo), no dudes en solicitar una estricta cláusula de confidencialidad que acompañe a los derechos de información.

Derechos de registro

Los derechos de registro definen los derechos que los inversores tendrán si registran sus acciones en un escenario de IPO, así como las obligaciones de la empresa con los inversores de capital riesgo cada vez que presenten declaraciones de registro adicionales después de la IPO. Este es un tedioso ejemplo de algo que raramente importa, pero que sin embargo tiende a ocupar una o más páginas del *term sheet*. ¡Prepárate para que a tu mente le dé algo!

Derechos de Registro. Demanda de Derechos: Si los inversores titulares de más del 50 por ciento de las acciones en circulación de la Serie A Preferente, incluyendo las acciones ordinarias emitidas por conversión de la Serie A Preferente («valores registrables»), o un porcentaje menor si el precio de la oferta agregada previsto para el público es de no menos de 5.000.000\$, solicitan que la empresa presente una Declaración de Registro, la Compañía hará todo lo posible para que se registren dichas acciones; con la condición, sin embargo, de que la Sociedad no esté obligada a efectuar tal registro antes del [tercer] aniversario del cierre de la operación. La Compañía tendrá el derecho de retrasar dicho registro bajo ciertas circunstancias durante un período no superior a noventa (90) días en cualquier período de doce (12) meses.

La Sociedad no estará obligada a efectuar más de dos (2) registros con arreglo a estas cláusulas de exigencia de derechos, y no estará obligada a efectuar un registro (i) durante el período de ciento ochenta (180) días que comienza con la fecha inicial de la IPO, o (ii) si entrega notificación a los titulares de los Valores Registrables dentro de un período de treinta (30) días de cualquier solicitud de registro cuya intención sea presentar una declaración de registro para dicha IPO en un plazo de noventa (90) días.

Registro de la compañía: Los inversores tendrán derecho a que se les registren todos sus valores en cualquiera de las declaraciones de registro de la compañía o de cualquier otro inversor que tenga el derecho (a este derecho en inglés se le llama *piggyback registration rights*), sin embargo tanto la compañía como sus entidades de colocación podrían reducir de forma prorrateada el número de acciones sujetas a registro en función de las condiciones de mercado. Si se les limita a los inversores de tal modo, sin embargo, ninguna de las partes podrá vender acciones en dicho registro con la excepción de la Compañía o el Inversor, si lo hubiere, acogiéndose a la demanda de registro. A menos que el registro tenga lugar debido a la IPO de la Compañía, en ningún caso las acciones que vendan los inversores podrán ser reducidas a una cantidad por debajo del 30 por ciento de la cantidad total de los valores incluidos en el registro. A ningún accionista de la Compañía se le concederán derechos de registro *piggyback* si esto redujera el número de acciones que pudieran incluir los titulares de los Valores Registrables en dicho registro sin el consentimiento de los titulares de por lo menos la mayoría de los Valores Registrables.

Derechos S-3: Los inversores tendrán derecho a un número ilimitado de registros de demanda en el Formulario S-3 (si está disponible para la Compañía) siempre y cuando dichos registros de ofertas sean de no menos de 1.000.000\$.

Gastos: La Sociedad se hará cargo de los gastos de registro (excepto descuentos y comisiones de las entidades colocadoras) de todas las demandas de registros, derechos de registro *piggyback*, y los registros S-3 (incluyendo el coste de un asesoramiento especial de los accionistas vendedores que no exceda de 25.000\$).

Transmisión de Derechos: Los derechos de registro pueden ser transmitidos a (i) cualquier socio, miembro, o cualquier socio o miembro retirado o fondo afiliado de cualquier titular que forme parte de la asociación (*partnership*), (ii) cualquier miembro o exmiembro de cualquier titular que sea una sociedad de responsabilidad limitada, (iii) cualquier familiar o fideicomiso para el beneficio de cualquier titular individual, o (iv) cualquier transmisor que cumpla con los criterios para ser un inversor principal (como se define más adelante); siempre y cuando la empresa reciba aviso previo por escrito.

Cláusula de período de prohibición de venta (en adelante *Lockup*): Cada Inversor está de acuerdo en

no vender sus acciones durante un período de tiempo que determinará la entidad colocadora (pero no superior a 180 días) después de la fecha efectiva de la salida inicial de la Compañía a bolsa; siempre que todos los altos directivos, los *consejeros*, y un 1 por ciento de los accionistas estén vinculados de manera similar. Esta cláusula de bloqueo dispondrá que cualquier renuncia discrecional o conclusión de las restricciones de dichos acuerdos por la Compañía o los representantes de las entidades colocadoras se aplicará a los principales inversores, de manera prorrateada, con base al número de acciones del que sean titulares.

Otras cláusulas: el Acuerdo de Derechos del Inversor deberá contener cualquier otra cláusula razonable respecto a los derechos de registro, entre ellos las indemnizaciones cruzadas, el período de tiempo en el que se mantendrá efectiva la Declaración de Registro, y los acuerdos con los bancos de inversión. La Compañía no requerirá la opinión del asesor legal del inversor antes de autorizar la transmisión de acciones o la supresión de las restricciones de propiedad de la Regla 144 para ventas habituales bajo la Regla 144 o para su distribución a los socios o miembros de los inversores.

Los derechos de registro son algo que la compañía casi siempre tendrá que ofrecer a los inversores. Lo más interesante de estos derechos es que los abogados parecen genéticamente incapaces de dejar esta sección intacta y siempre terminan negociando algo. Tal vez porque como esta cláusula es tan larga necesitan mantener sus bolígrafos calientes durante la lectura. Esto nos hace gracia (mientras que no seamos los que pagan los honorarios legales) porque, al final, las modificaciones son generalmente inocuas, y además, si alguna vez llegas al momento en que los derechos de registro vayan a entrar en juego (por ejemplo, en una IPO), los bancos de inversión de la empresa van a tener mucha mano a la hora de tomar decisiones respecto a cómo se vaya a estructurar la operación, independientemente del contrato que firmara la empresa años atrás cuando hizo una ronda inicial de financiación.

La perspectiva del emprendedor

No gastes mucha energía en los derechos de registro. Hablan sobre situaciones al alza. El mundo será maravilloso si vas a salir a bolsa.

Derecho de tanteo

El derecho de tanteo (*right of first refusal*) define los derechos que un inversor tendrá para comprar acciones en una futura ronda de financiación. El derecho de tanteo es otra cláusula jugosa que ocupa mucho espacio en el *term sheet*, pero que difícilmente afectará al emprendedor. A continuación vemos un ejemplo típico.

Derecho de tanteo: Los inversores que adquieran por lo menos [] acciones de la Serie A Preferente (un «Inversor Principal») tendrán derecho a comprar [X] veces su parte proporcional de dichas acciones en caso de que la empresa proponga ofrecer valores a cualquier persona, con excepción de las acciones (i) reservadas a empleados tal y como se describe más abajo en la sección «Reserva de Acciones para Empleados»; (ii) emitidas por razones que no sean dinerarias según lo acordado previamente en una fusión, consolidación, adquisición, o negocio similar aprobado por el Consejo de Administración; (iii)

emitidas de conformidad con cualquier préstamo o contrato de arrendamiento para adquisición de equipos, contrato de arrendamiento de bienes inmuebles, o para la financiación de una deuda contraída con un banco o institución financiera similar aprobado por el Consejo de Administración; y (iv) las acciones sobre las cuales los titulares de la mayoría de las acciones de la Serie A Preferente renuncien a su derecho de tanteo. Cualquier valor que no hubiese sido suscrito por un inversor elegible podrá ser reasignado entre los demás inversores elegibles. Este derecho de tanteo concluirá en caso de una IPO cualificada. Para efectos de este derecho de tanteo, el derecho de prorrateo de un inversor será igual a la relación entre (a) el número de acciones ordinarias (incluyendo todas las acciones ordinarias emitibles o emitidas como resultado de la conversión de los valores convertibles, y asumiendo el ejercicio de todos los *warrants* y opciones en circulación) de las que dicho inversor sea titular inmediatamente antes de la emisión de los títulos de valores, entre (b) el número total de acciones ordinarias en circulación (incluyendo todas las acciones ordinarias emitibles o emitidas como resultado de la conversión de los valores convertibles, y asumiendo el ejercicio de todos los *warrants* y opciones en circulación) inmediatamente antes de la emisión de los títulos de valores.

El derecho de tanteo es también conocido como derecho de prorrateo. Si bien casi todos los inversores de capital riesgo exigirán la inclusión del derecho de tanteo, hay dos cosas que conviene aclarar en esta cláusula y que se pueden negociar. La primera, el umbral de acciones que define a un «inversor principal» se puede ajustar. A veces es conveniente, especialmente si tienes un gran número de pequeños inversores, no darles a ellos este derecho. Sin embargo, como en las siguientes rondas de financiación te suele interesar que tus inversores existentes participen todo lo que puedan, tampoco merece la pena que te compliques mucho la vida con esto.

Algo más importante en lo que fijarse es en ver si hay un múltiplo sobre los derechos de compra (por ejemplo, el «[X] veces» de la cláusula de ejemplo de arriba). Esto a menudo se define como un *superderecho de prorrateo* y se trata de una petición excesiva, especialmente cuando comienza el ciclo de rondas de financiación de una empresa.

La perspectiva del emprendedor

El derecho de tanteo no es algo importante, y en algunos casos es bueno para ti. Pero asegúrate de definir bien lo que es un inversor principal y dales este derecho solo a ellos. Lo mínimo es que te asegures de que los accionistas puedan ejercer este derecho solo si participan en rondas posteriores.

Derechos de voto

Los derechos de voto definen como se relacionan entre sí las acciones preferentes y las acciones ordinarias en el contexto de un voto compartido. Es otra cláusula que no importa mucho. A continuación podemos ver una redacción habitual:

Derechos de voto: La Serie A Preferente votará conjuntamente con las Acciones Ordinarias y no como una clase separada, salvo que se disponga expresamente en el presente documento o según lo requiera la ley. Las Acciones Ordinarias pueden ser incrementadas o disminuidas por el voto de los titulares de la

mayoría de las Acciones Ordinarias y de la Serie A Preferente (sobre la base de haber convertido estas acciones en acciones ordinarias) votando conjuntamente, y sin un voto separado por clase. Cada acción de la Serie A Preferente tendrá un número de votos igual al número de acciones ordinarias que puedan emitirse tras convertir dicha acción de la Serie A Preferente en acción ordinaria.

En la mayor parte de los casos la cláusula de derechos de voto es simplemente una sección informativa, ya que los derechos importantes, como las cláusulas de protección, están recogidos en otras secciones.

Restricciones a la venta

La cláusula de restricciones a la venta, también conocida como el derecho de tanteo sobre las ventas de acciones ordinarias (*right of first refusal on common o RFROC*) define los parámetros asociados con la venta de acciones mientras la compañía no haya salido a bolsa. A continuación podemos ver una cláusula típica:

Restricciones a la venta: Los Estatutos de la Compañía deberán incluir un derecho de tanteo en todas las transmisiones de acciones ordinarias, sin perjuicio de las excepciones normales. Si la Compañía decidiera no ejercer su derecho, esta podrá cederlo a los inversores.

Históricamente los fundadores y el equipo directivo raramente argumentaban contra esto ya que ayuda a controlar la base de accionistas de la compañía, lo que por lo general beneficia a todos los accionistas existentes (excepto, quizás, a los que se quieran deshacer de sus acciones). Sin embargo, hemos descubierto que los abogados suelen pasar tiempo discutiendo sobre la forma en que se tiene que aplicar esta cláusula, en concreto sobre si incluirla en los estatutos o incluirla en cada uno de los acuerdos de opciones de venta de acciones de la compañía. Nos parece más fácil incluir esta cláusula en los estatutos, ya que estará en un solo lugar y será difícil pasarla por alto.

En los primeros días del capital de riesgo (digamos hasta 2007) había una fuerte creencia en que los fundadores y el equipo directivo no debían ser capaces de vender sus acciones hasta que los inversores pudieran hacer lo mismo, ya fuera por una IPO o por la venta de la empresa. A medida que tardaban en llegar las oportunidades de liquidez para las empresas privadas y las salidas a bolsa se hicieron menos frecuentes, esta filosofía cambió. Al mismo tiempo apareció un saludable mercado secundario para las acciones de fundadores y primeros empleados, impulsado tanto por el rápido aumento de la valoración de empresas privadas como Facebook y Twitter, como por la aparición de mercados secundarios privados como Second Market y SharesPost. El resultado es que se venden más acciones a otros inversores (a veces nuevos inversores, a veces inversores existentes) y se examina y discute con más detalle el concepto del derecho de tanteo sobre las ventas de acciones

ordinarias.

Tras haber estado involucrados en varias situaciones en las que esta cláusula entró en funcionamiento pensamos con más convicción que nunca que el RFROC es bueno para la empresa y debe ser apoyado por fundadores, directivos e inversores. Es importante controlar la propiedad de las acciones en una empresa no cotizada, sobre todo porque la Comisión de Bolsa y Valores (*Securities and Exchange Commission*, SEC) está controlando con más cuidado ciertas normativas que afectan a los accionistas privados, en concreto las referentes a la propiedad y venta de acciones. La cláusula de derecho de tanteo sobre ventas de acciones ordinarias da a la empresa la capacidad de saber por lo menos lo que está pasando y de tomar decisiones en un contexto de diferentes propuestas.

Acuerdos sobre patentes y propiedad intelectual (IP)

Cada *term sheet* que hemos visto tiene una cláusula de acuerdos sobre patentes y propiedad intelectual (*intellectual property* o IP).

Acuerdos sobre información propietaria e invenciones: Cada directivo, empleado y consultor de la Compañía firmará un acuerdo razonable sobre información propietaria e invenciones.

Este párrafo beneficia tanto a la empresa como a los inversores, y es simplemente un mecanismo que usan los inversores para lograr que la empresa garantice legalmente que es la propietaria de su propiedad intelectual.

Muchas empresas aspirantes a una ronda de financiación Serie A tienen problemas con esto, sobre todo si no han tenido mucha representación legal antes de su primera ronda de capital riesgo. También nos hemos encontrado con un montón de situaciones (algunas de ellas provocadas por nosotros, ¡uy!) en las que las compañías han descuidado este punto entre rondas de financiación y, aunque sea una ronda un buen momento para arreglar esto, a menudo es un trastorno decir a los empleados ya contratados que «necesitamos que nos firmes aquí porque lo necesitamos para la ronda de financiación». Esto es incluso más importante si se vende la empresa, ya que el comprador siempre exigirá que esté claro quién es dueño de la propiedad intelectual. Nuestro mejor consejo es que desde el principio las empresas vayan incorporando estos acuerdos en su proceso de contratación de personal (asesorados por un buen despacho de abogados) para que nunca haya problemas con este punto, visto que las empresas de capital riesgo siempre exigirán que existan estos acuerdos.

La perspectiva del emprendedor

Un acuerdo sobre información propietaria e invenciones es bueno para la empresa. Tienes que hacer que todos los empleados, incluidos los fundadores, firmen un documento por el estilo antes de ir a por una ronda de capital riesgo. Si algún miembro del equipo necesita una excepción específica para un trabajo en marcha que no tenga relación con el negocio, tus inversores y tú debéis estar dispuestos a concederlo.

Acuerdo de venta conjunta

La mayoría de los inversores exigirán la existencia de un acuerdo de venta conjunta, que establece que si uno de los fundadores vende acciones, los inversores también tendrán la posibilidad de vender una cantidad proporcional de sus acciones. A continuación podemos ver una cláusula típica:

Acuerdo de venta conjunta: Las acciones de la Compañía en poder de los fundadores estarán sujetas a un acuerdo de venta conjunta (con ciertas excepciones razonables) con los inversores, de tal modo que los fundadores no puedan vender, transmitir o intercambiar sus acciones si no se le ofrece a cada inversor la posibilidad de participar en la venta proporcional de las acciones de las que sea titular. Este derecho de venta conjunta no aplicará en el caso de una IPO cualificada y se dará por concluido en caso de dicha salida.

La posibilidad de evitar que se incluya esta cláusula en una ronda de financiación es casi cero, por lo que no creemos que merezca la pena oponerse. Ten en cuenta que esto es importante solo mientras la compañía sea privada, si la empresa sale a bolsa esta cláusula ya no se aplica.

La perspectiva del emprendedor

La posibilidad de que elimines la cláusula de acuerdo de venta conjunta puede ser cero, pero no hay ninguna razón para no pedir un suelo para que esta aplique. Si tus cofundadores o tú queréis vender una pequeña cantidad de acciones para comprar una casa, ¿por qué tienen que interponerse las empresas de capital riesgo? Una cosa es tener un derecho de tanteo en una compra cuyo precio de venta por acción sea el establecido por una valoración de buena fe de un tercero, y algo muy diferente es que esta posibilidad esté excluida por completo.

Actividades de los fundadores

Mientras das vueltas por un típico *term sheet*, a menudo te encuentras, generalmente enterrada cerca del final, con una breve cláusula relativa a las actividades de los fundadores. Habitualmente es algo así:

Actividades de los fundadores: Cada uno de los fundadores deberá dedicar el 100 por ciento de su tiempo profesional a la Compañía. Cualquier otra actividad profesional requerirá de la aprobación del Consejo de Administración.

No debería sorprender a ningún fundador que su amable empresa de capital riesgo le invite a que dedique el 100 por cien (en realidad el 120 por cien) de

su tiempo y atención a su empresa. Si este párrafo se cuele en el *term sheet* es que recientemente la empresa de capital riesgo ha sufrido una pérdida, o teme o sospecha que uno o más de los fundadores están trabajando en otra cosa que no sea la empresa que ha sido financiada.

Está claro que esta es una situación clásica en la que un fundador no gana nada. Si es verdad que estás trabajando en otra cosa al mismo tiempo y no lo haces público estás incumpliendo con las cláusulas del acuerdo, además de quebrantar confianzas antes incluso de empezar. Si no informas de esas otras actividades o rechazas esta cláusula (con lo que indicas que estás trabajando en otra cosa) reforzarás la preocupación que tenga la empresa de capital riesgo. Así que ve con cuidado por aquí. Nuestra recomendación, a menos que por supuesto estés trabajando en otra cosa, es que estés de acuerdo con esto.

En situaciones en las que hemos trabajado con un fundador que ya tenía otras obligaciones o compromisos, siempre hemos agradecido que fuera claro con nosotros desde el principio. Por lo general hemos sido capaces de arreglar estas situaciones de tal modo que todo el mundo quedara contento, y en los casos en que no hemos podido, nos alegramos de que el tema surgiera tan pronto como para no perder ni nuestro tiempo ni el del emprendedor.

Aunque hay escenarios en los que los inversores de capital riesgo se sienten cómodos con emprendedores trabajando en varias empresas simultáneamente (por lo general con emprendedores experimentados o en circunstancias en las que el VC y el emprendedor ya han trabajado juntos en el pasado), estas son la excepción, no la norma.

La perspectiva del emprendedor

Si no puedes estar de acuerdo con la cláusula de las actividades de los fundadores no busques capital riesgo profesional. O puedes negociar una excepción muy concreta y admitir que afecte a otras cláusulas (por ejemplo, en la consolidación de los derechos de tus acciones —el *vesting*— y en los derechos de propiedad intelectual).

Compra de acciones en una IPO

Una de las cláusulas que forma parte de la categoría «problemas que me gustaría tener» es la compra de acciones en una IPO.

Compra de acciones en una IPO: En el caso de que la Sociedad llevase a cabo una IPO cualificada la Compañía hará lo posible por hacer que las entidades colocadoras encargadas de tal IPO ofrezcan a [inversores] el derecho a comprar al menos [el 5 por ciento] de las acciones emitidas, en virtud de un programa de «amigos y familiares» o de «acciones dirigidas» conectado a dicha IPO cualificada. No obstante lo anterior, todas las medidas adoptadas de conformidad con esta Sección se harán de acuerdo con todas las leyes de valores federales y estatales, incluyendo, sin limitación, la Regla 134 de la Ley de

Valores de 1933, según fue enmendada, y todas las reglas y regulaciones aplicables promulgadas por la *National Association of Securities Dealers, Inc* (Asociación Nacional de Corredores de Valores) y otras organizaciones de autorregulación.

Esta cláusula floreció a finales de la década de los 90, cuando todo lo que era financiado con capital riesgo se posicionaba como una empresa que tardaría poco en salir a bolsa. Sin embargo, la mayoría de los bancos de inversión se oponían a esta cláusula si la IPO iba a ser un éxito, ya que querían que los valores acabasen en las manos de los inversores institucionales (sus clientes). Si los inversores de capital riesgo reciben este rechazo, por lo general se ponen tan locos de alegría por la compañía que hacía la IPO que ni se ponen a discutir con los banqueros. Irónicamente, si no reciben este rechazo, o peor aún, si no reciben una llamada al final de la gira de presentación de la IPO en la que los bancos les pidan comprar acciones, normalmente les entra el pánico y harán todo lo posible para no tener que comprar en la salida a bolsa puesto que esto significa que la operación ya no está para nada caliente.

Nuestra recomendación en este caso es que ni te preocupes por ello ni gastes dinero en abogados.

Acuerdo de exclusividad (también conocido como *No-Shop Agreement*)

Como emprendedor, el camino para llegar a la mejor operación en una ronda de financiación es tener múltiples opciones. Sin embargo, llega un momento en el que tienes que elegir a tu inversor y cambiar del modo *buscar inversor* al modo *cerrar operación*. Ello implica elegir a tu inversor líder y negociar el *term sheet* final con él.

Un acuerdo de exclusividad es casi siempre parte de la última hoja de esta carta. Entiéndela como una monogamia seria: tu potencial nuevo inversor no quiere que te vayas con otros a sus espaldas justo cuando está a punto de engancharte.

Un típico acuerdo de exclusividad es este:

Acuerdo de exclusividad: La Empresa se compromete a trabajar de buena fe y con rapidez por el cierre de la operación. La Sociedad y los Fundadores están de acuerdo en que ni de manera directa ni indirecta (i) emprenderán cualquier acción para solicitar, iniciar, alentar o ayudar a la presentación de cualquier propuesta, negociación, u oferta de cualquier persona o entidad distinta de las de los Inversores en relación para la venta o emisión de cualquier capital social de la Compañía, o para la adquisición, venta, arrendamiento, licencia, u otra disposición de la Compañía o de cualquier parte material de las acciones o activos de la Sociedad, o (ii) iniciar discusiones o negociaciones, o ejecutar cualquier acuerdo relacionado con cualquiera de los puntos anteriores, y deberán informar a los inversores sin demora de las solicitudes realizadas por terceros relacionadas con los puntos anteriores. Si ambas partes están de acuerdo en que los documentos definitivos no entrarán en vigor de conformidad con lo indicado en este

term sheet, la Compañía quedará libre de las obligaciones de esta sección.

En cierta medida, el acuerdo de exclusividad, como la monogamia, es más un compromiso emocional que legal. Si bien es muy complicado, pero no imposible, obligar al cumplimiento de un acuerdo de exclusividad en una ronda de financiación, si te pillan engañando tu ronda probablemente estarás en una situación parecida a la que se queda un futuro marido o esposa cuando le pillan en una situación comprometida.

El acuerdo de exclusividad refuerza el apretón de manos que dice «perfecto, hagamos esta operación, no perdamos el tiempo en otra mejor o distinta». En todos los casos el emprendedor debe obligarse al acuerdo de exclusividad por un cierto período de tiempo, habitualmente de 45 a 60 días, aunque en ocasiones se puede conseguir que una empresa de capital riesgo acepte un acuerdo de exclusividad de 30 días. Esto hace que el compromiso sea por las dos partes: tú aceptas no ir por ahí buscando a otros inversores y los inversores de capital riesgo se comprometen a hacer las cosas dentro de un plazo razonable.

Ahora bien, algunos emprendedores todavía siguen considerando esto como un acuerdo unilateral; en concreto, que el emprendedor está de acuerdo en no ir por ahí a buscar a otros inversores y que el VC realmente no está comprometiéndose a nada. En la mayoría de los casos no consideramos que un acuerdo de exclusividad sea terriblemente importante ya que puede limitarse en el tiempo. En vez de eso creemos que es mucho más importante para el emprendedor poner a prueba el compromiso de la empresa de capital riesgo de sacar adelante la operación tras firmar el documento.

Concretamente, hay casos en los que las empresas de capital riesgo preparan *term sheets* muy pronto, antes incluso de que exista un acuerdo interno entre socios para invertir. Esto antes era más común; hoy muchos VC en empresas en etapas iniciales no quieren pasar por la molestia de redactar y negociar un *term sheet* a menos que crean que vayan a hacer la operación. Además, la reputación del inversor puede quedar dañada porque la gente dirá por ahí que la empresa de capital riesgo X propone *term sheets* muy deprisa y luego o no quiere o no puede cerrar las operaciones. En la era de Internet este tipo de mala reputación se extiende como la peste.

Aunque hemos hecho cientos de inversiones, solo se nos han ocurrido unos pocos ejemplos de los últimos 15 años en los que un acuerdo de exclusividad haya afectado significativamente a una operación en la que hayamos participado. Cuando le hemos dado una vuelta a las situaciones en las que los VC éramos nosotros y nos vimos negativamente afectados por no haber

tenido un acuerdo de exclusividad (por ejemplo, una empresa con la que habíamos acordado un *term sheet* que luego fue e hizo otra cosa), o cuando estábamos en el lado receptor de un acuerdo de exclusividad y también nos afectó negativamente (por ejemplo, cuando un comprador nos ató a la cláusula y al final no se cerró la operación), tampoco nos sentimos especialmente mal en ninguna de las situaciones ya que lo que pasó tuvo su lógica y los participantes se portaron con cortesía. A continuación dos ejemplos:

En una ocasión firmamos un *term sheet* para invertir en la empresa X. No se incluyó un acuerdo de exclusividad. Estábamos trabajando para cerrar la inversión (llevábamos 15 días de un proceso que lleva más o menos 30) y los documentos legales iban y venían. Uno de los fundadores nos llamó y dijo que acababan de recibir una oferta para ser comprados y que querían seguir adelante. Les dijimos que no había problema, seguiríamos estando dispuestos a llevar a cabo la operación si lo suyo no salía. Fuimos muy abiertos con ellos acerca de los pros y los contras de cerrar la operación desde nuestra perspectiva y, dadas las perspectivas económicas, los alentamos a proseguir con la oferta de adquisición (era un gran negocio para ellos). Terminaron cerrando la operación y, para compensar, nos dieron una pequeña cantidad de capital social de su empresa por nuestros esfuerzos (un detalle totalmente inesperado e innecesario, pero que apreciamos).

En otro caso ya éramos los inversores en una empresa que estaba en proceso de cerrar una ronda liderada por inversores externos con un aumento significativo en su valoración. La compañía tenía firmado un acuerdo de exclusividad con el nuevo VC. Una semana antes de cerrar la operación recibimos una propuesta de adquisición de parte de uno de los inversores estratégicos de la empresa. Inmediatamente se lo comunicamos al nuevo inversor líder quien, amablemente, accedió a suspender el acuerdo de exclusividad y esperar a ver si queríamos seguir adelante o con la adquisición o con la ronda de financiación. Negociamos con el comprador durante varias semanas, contactando regularmente con el nuevo potencial inversor para estar seguros de que seguía interesado en cerrar la ronda si decidíamos no seguir adelante con la adquisición. Fueron de gran ayuda e increíblemente pacientes. La compañía cubrió los gastos legales que el nuevo inversor había tenido hasta ese momento (sin que nos lo pidieran, aunque probablemente estaba en el *term sheet* que teníamos que hacerlo; no nos acordamos). Al final decidimos seguir adelante con la adquisición; el nuevo inversor quedó descontento por el resultado pero feliz por habernos apoyado en lo que hicimos.

Si bien ambos son casos extremos, en casi todas nuestras experiencias el acuerdo de exclusividad terminó siendo irrelevante. Como demuestra cada uno de estos ejemplos, la personalidad y el carácter de las personas involucradas marcaron las diferencias y fueron mucho más importantes que los términos legales.

La perspectiva del emprendedor

Como emprendedor tienes también que pedir que el acuerdo de exclusividad caduque inmediatamente si la empresa de capital riesgo da por terminado el proceso. Además, considera pedir una excepción para las adquisiciones. Frecuentemente las rondas de financiación y las adquisiciones se suceden unas a otras. Incluso si no te planteas que te compren no querrás estar atado en tus conversaciones sobre una posible adquisición solo porque estás negociando con un VC una ronda de financiación.

Seguro de responsabilidad de directores y consejeros

La cláusula de cobertura de responsabilidad de directivos y consejeros establece que la empresa indemnizará a los inversores y miembros del consejo en la mayor medida que permita la ley. Es otra cláusula más con las que los emprendedores tienen que aceptar vivir. Suele decir esto:

Indemnización: Los estatutos sociales y/o otros documentos sociales deberán limitar a los miembros del consejo su responsabilidad y exposición a perjuicios en la máxima medida posible que permita la ley aplicable. La Compañía indemnizará a los miembros del consejo e indemnizará a cada inversor por cualquier reclamación presentada contra los inversores por cualquier tercero (incluyendo entre ellos a cualquier otro accionista de la Compañía) como resultado de esta ronda de financiación.

Dados todos los litigios de accionistas que han tenido lugar en los últimos años, no hay casi ninguna posibilidad de que una empresa forme un consejo sin suscribir un seguro de responsabilidad para sus consejeros. La primera frase es simplemente una obligación contractual entre la empresa y su consejo de administración. La segunda frase, que en ocasiones es negociable, indica el deseo de la compañía de adquirir un seguro formal de responsabilidades. Uno por lo general puede negociar que no se tenga que contratar un seguro en una operación de Serie A, pero en cualquier ronda posterior la práctica habitual hoy en día es procurar que consejeros y ejecutivos estén cubiertos por un seguro. Creemos que las empresas deben estar dispuestas a indemnizar a sus consejeros y ejecutivos, y probablemente tendrán que suscribir pólizas de seguro para atraer a externos a que sean miembros del consejo.

La perspectiva del emprendedor

Tienes que tener a tus consejeros y ejecutivos cubiertos con un seguro razonable tanto por ti como por tus inversores de capital riesgo. Aunque la cláusula de cobertura de la responsabilidad de directivos y consejeros es buena higiene corporativa, asegúrate de que la cumples con unas pólizas de seguro adecuadas.

Cesión

Finalizamos este capítulo con la cláusula de cesión, otra cláusula de un típico *term sheet* en la que no merece la pena malgastar ni tiempo ni dinero en negociaciones legales.

Cesión: Cada uno de los inversores tendrán derecho a transmitir la totalidad o parte de sus acciones de la Serie A Preferente adquiridos por ellos a uno o más asociados afiliados, o a fondos gestionados por ellos, o a cualquiera de sus respectivos consejeros, ejecutivos o socios, siempre y cuando dicho receptor acepte por escrito someterse a los términos del Acuerdo de Compra de Acciones y a otros acuerdos relacionados, como si se tratara del mismo comprador.

La cláusula de cesión simplemente da a los fondos de capital riesgo flexibilidad sobre las transmisiones que requieran hacer para poder manejar su negocio y, mientras el VC esté dispuesto a exigir que cualquier cesionario acepte estar sujeto a las diversas obligaciones de la ronda de financiación, la empresa debería estar dispuesta a proporcionar esta flexibilidad. Solo ten cuidado con una cosa: no permitas que se genere un agujero legal por «cesiones sin transferencias también de las obligaciones previstas en los acuerdos». Tienes que asegurarte de que cualquier receptor de una transmisión se rija por las mismas reglas y condiciones que firmaron los compradores originales de las acciones.

7. La tabla de capitalización (*Cap table*)

Ahora que hemos trabajado todas las cláusulas más importantes del *term sheet* vamos a ver cómo funciona una típica tabla de capitalización (*cap table*). Un *term sheet* casi siempre tiene una tabla de capitalización resumida, que describiremos en este capítulo. Tú, tus posibles inversores, o a veces tus abogados haréis una más detallada.

La tabla de capitalización resume quién es dueño de qué parte de la empresa antes y después de la ronda de financiación. Esta es un área en la que algunos fundadores, especialmente aquellos que no han estado antes expuestos a los cálculos de una tabla de capitalización, se sienten a menudo incómodos. Es extremadamente importante que los fundadores entiendan exactamente quién es titular de qué parte de la empresa y qué podría suceder en una potencial ronda de financiación.

Normalmente, cuando se configura inicialmente la compañía, el 100 por ciento de la propiedad se destina a fundadores y empleados, con un número determinado de acciones asignados a cada persona. La pregunta «¿Cuánto voy a tener si una empresa de capital riesgo invierte X en mi empresa a una valoración Y?» rara vez tiene una respuesta fácil. Para contestarla tienes que ser capaz de generar una tabla de capitalización para analizar de verdad la operación presentada por un *term sheet* concreto. A continuación se presenta el modelo de un caso típico para poder trabajar con él. Supongamos lo siguiente:

- 2.000.000 de acciones están en manos de los fundadores antes de que el VC invierta
- 10 millones de dólares de valoración *premoney*
- El VC invierte 5 millones

En este ejemplo, la valoración *postmoney* es de 15 millones (10 millones *premoney* + 5 millones de inversión). En consecuencia las empresas de capital riesgo son dueñas del 33,33 por ciento de la compañía tras la ronda de financiación (5 millones de inversión / 15.000.000 de valoración *postmoney*). Esto por ahora debería ser bastante fácil.

Ahora, supongamos que el *term sheet* incluye un *pool* de opciones para

empleados del 20 por ciento sobre una base *postmoney*. Recuerda que esto significa que después de la ronda de financiación habrá un conjunto de opciones sobre acciones equivalente al 20 por ciento de la empresa en espera de ser asignado.

Aunque la valoración *postmoney* sigue siendo la misma (15 millones), el requisito de que exista un *pool* de opciones del 20 por ciento afectará significativamente al porcentaje de propiedad de los fundadores. Conforme a la siguiente tabla de capitalización se puede ver cómo se calcula el porcentaje de titularidad de cada clase de propietario, junto con el precio por acción de las acciones preferentes. Hemos empezado poniendo los números conocidos y ahora resolveremos las incógnitas (A, B, C, D y E).

EJEMPLO DE TABLA DE CAPITALIZACIÓN

Clase	Acciones	Precio por acción preferente	Valoración	Porcentaje
Fundadores	2.000.000			A
Pool de empleados	B			20%
Inversores de capital riesgo	C	D	5.000.000\$	33,33%
Total	E	D	15.000.000\$	100%

Primero vamos a resolver A, el porcentaje de propiedad de los fundadores: $A = 100 \text{ por ciento} - \text{el porcentaje del VC} - \text{el porcentaje del pool para empleados}$, o $100\% - 33,33\% - 20\% = 46,67\%$. Dado que sabemos que los 2 millones de acciones de los fundadores representan el 46,67 por ciento de la empresa, podemos determinar que el total de acciones en circulación ($E = 2.000.000 / 0,4667$) son 4.285.408. Por tanto, si hay 4.285.408 acciones en circulación, para determinar el número de acciones del *pool* para empleados tendremos que calcular $B = E * 0,20$ o 857.081.

El mismo cálculo se aplica a C, el número de acciones preferentes que tienen las empresas de capital riesgo: $C = E * 0,3333$ o 1.428.326. Como 5.000.000\$ compraron 1.428.326 acciones preferentes, el precio por acción de las

acciones preferentes ($D = 5.000.000\$ / 1.428.326$) será de 3,50\$ por acción.

Por último, revisa siempre tus cálculos. Sabemos que tenemos una valoración *premoney* de 10.000.000 dólares, por lo que las acciones existentes antes de la ronda de financiación deberían ser X (siendo $X=2.000.000$ acciones de los fundadores más el 20 por ciento del *pool* de opciones) multiplicadas por el precio de la acción, lo que debería dar 10 millones. Si lo calculas verás que $(2.000.000 + 857.081) * 3,50\$ = 9.999.783,50\$$. Bueno, en realidad nos hemos quedado cortos por 216,50 dólares, que equivalen a 62 acciones (61,857 acciones en realidad).

Si bien este es un ejemplo bastante real, no es lo suficiente para la mayoría de las empresas de capital riesgo, ni tampoco llegado el caso para la mayoría de abogados. Tampoco debería serlo para ti. Por esa razón la mayoría de las tablas de capitalización tienen dos importantes decimales adicionales (o fracciones de acciones): no se redondean las acciones al alza en los pasos intermedios, solo se hace al final.

Como emprendedor no debes confiar ciegamente en tu asesor legal para producir estos documentos. Hay muchos buenos abogados por ahí que andan cortos de matemáticas, y la tabla de capitalización se podría convertir en un lío si la dejas en sus manos. Aunque algunos lo hagan bien, es tu responsabilidad como emprendedor asegurarte de que comprendes tu tabla de capitalización. Esto te será especialmente útil cuando quieras ampliar el *pool* de opciones para empleados y quieras explicar con convicción a tu consejo de administración las consecuencias que esto pueda llegar a tener.

La perspectiva del emprendedor

Si no tienes un fundador muy puesto en finanzas busca a alguien que sepa lo que hace para que te ayude con la tabla de capitalización; no solo a alguien que sepa de matemáticas (¡lo que está bien para empezar!) sino alguien que sepa de tablas de capitalización y de operaciones de capital riesgo.

8. Deuda convertible

En capítulos anteriores hemos visto en detalle las cláusulas de una típica ronda de financiación de capital riesgo (VC). Sin embargo hay otro tipo de financiación, usada a menudo en fases semilla, llamada deuda convertible. De hecho muchos inversores ángel solo invierten con ese vehículo.

La deuda convertible es solo eso: deuda. Un préstamo. El préstamo se convertirá en capital social (acciones preferentes, por lo general) en el momento en que haya una nueva ronda de financiación. La conversión suele incluir algún tipo de descuento sobre el precio de la futura ronda.

Por ejemplo, supongamos que consigues 500.000\$ en deuda convertible de *business angels*, con un 20 por ciento de descuento para la siguiente ronda, y seis meses más tarde un VC te ofrece liderar una ronda Serie A de una inversión de 1.000.000\$ a 1\$ por acción. Tu ronda de financiación será en realidad de 1,5 millones en total, teniendo en cuenta que la empresa de capital riesgo se hará con 1 millón de acciones de la Serie A (1.000.000 de dólares a 1\$ por acción) y los ángeles se harán con 625.000 acciones de la Serie A (500.000\$ a 0,80\$ por acción). El descuento es apropiado, ya que tus primeros inversores querrán alguna compensación por haber invertido antes de la Serie A.

En este capítulo veremos primero los argumentos a favor y en contra de usar deuda convertible. Luego veremos las cláusulas de una operación de deuda convertible, entre ellas las referentes al descuento, límites de valoración, tipo de interés, método de conversión, la conversión en caso de venta de la empresa, *warrants*, y otras cláusulas. Veremos también brevemente las diferencias entre lo que suele suceder en operaciones con empresas en etapas iniciales y con empresas maduras, y terminaremos con un ejemplo en el que la deuda convertible puede ser peligrosa de usar.

Argumentos a favor y en contra de la deuda convertible

La mayoría de los fans de la deuda convertible argumentan que es una operación mucho más fácil de llevar a cabo que una financiación vía capital. Como no se valora a la compañía te evitas esa parte de la negociación. Como es deuda hay pocos derechos, si alguno, sobre ofertas de acciones preferentes,

y se puede llevar a cabo una transacción con menos papeleo y costes legales. Ten en cuenta, sin embargo, que el argumento del coste legal es poco convincente en estos días ya que existen todo tipo de documentos estandarizados. Hace una década podría haber una diferencia de precio de 50.000\$ en gastos legales entre una ronda semilla de acciones preferentes y una ronda de deuda convertible. Actualmente la diferencia es de menos de 10.000\$ ya que muchos abogados ofrecen importantes descuentos por una ronda semilla de acciones preferentes y así captar el futuro negocio de la compañía.

Hay un interminable debate sobre qué estructura es la mejor o la peor para emprendedores o inversores. En esto no estamos convencidos de tener una respuesta definitiva; de hecho, de lo que estamos convencidos es de que los que piensan que hay una respuesta definitiva están equivocados.

Como son los inversores quienes suelen decidir si se hace una ronda de capital o de deuda, echemos primero un vistazo a sus motivaciones. Una de las razones principales por las que un inversor en empresas en etapas tempranas compra capital social es para fijar el precio de las acciones que se venden en la ronda. Invertir en etapas tempranas es una apuesta arriesgada, y los inversores quieren invertir a precios bajos, aunque los inversores inteligentes no lo harán a un precio que desmotive a los fundadores. Como resultado, la mayoría de las operaciones en empresas en fase inicial suelen moverse en un rango de precios bastante estrecho.

Con una estructura de deuda convertible, el precio de las acciones no está fijado y se determina en fecha posterior, cuando tiene lugar una ronda importante de financiación. Por definición, si hay una ronda posterior, es que la empresa debe estar haciendo algo bien. Tener un descuento es estupendo, pero el precio final que pagan los primeros inversores de deuda convertible todavía puede ser superior a lo que habrían pagado de haber comprado directamente capital social. Algunos inversores tratan de solucionar este problema estableciendo un tope (un *cap*) en el precio que tendrían que pagar en la siguiente ronda. En otras palabras, como inversor me quedo con un descuento del 20 por ciento sobre el precio de la próxima ronda hasta una valoración de X\$. Si consigues una valoración por encima de X\$, entonces mi valoración será de X\$ (de ahí la noción de un tope de valoración).

Esto parece que soluciona el problema, ¿no? Puede que para el primer inversor, pero tal vez no para la empresa y los fundadores. En primer lugar puede que a los inversores que entran en la siguiente ronda no les guste la idea de pagar mucho más que los inversores de deuda convertible. A

diferencia del capital social, que se emite y no se puede cambiar, los nuevos inversores en capital podrían negarse a participar en la ronda a no ser que los inversores de deuda quitasen o cambiasen el tope. Ten en cuenta que los inversores de capital riesgo normalmente se centrarán y vincularán su valoración de tu empresa en ese límite. Lo que realmente estás haciendo es dibujar una línea en la arena (aunque pequeña y que en algunos casos no afecta realmente a la valoración final) sobre lo que tu empresa valdrá en el futuro.

Desde el punto de vista del emprendedor la elección tampoco está clara. Algunos argumentan que la estructura de la deuda convertible, por definición, conduce a que la primera ronda tenga un precio mayor. No vamos a ir tan lejos como para decir que quienes afirman esto tienen razón, pero podemos entender el argumento de que con la aplicación de la deuda convertible estás permitiendo que un precio que se va inflando según pasa el tiempo afecte positivamente a la valoración de los anteriores inversores. Podríamos afirmar que esto no tiene en cuenta la mitad de un análisis que dice que los que primero invirtieron en un fundador a veces son los inversores más importantes. Estas son las personas que invirtieron en ti en el momento de mayor riesgo, antes de que nadie más lo hiciera. Te gustan, las respetas, e incluso podrían ser tus parientes. Imagínate que creas una gran cantidad de valor por el camino y que los inversores en capital ponen un precio a la ronda de financiación muy por encima de lo que hubieras esperado. Tus primeros inversores tendrán menos propiedad de la empresa de la que nadie podría haber anticipado. Al final del día tus mayores fans estarán contentos con la ronda de financiación, pero tristes de que ser dueños de tan poco.

Pero, ¿realmente establece un precio más alto? Revisemos el ejemplo de una ronda de deuda convertible con un límite. Si fuéramos a ponernos de acuerdo en esta operación elegiríamos un tope cuyo precio sería el que hubiésemos acordado de haberse tratado de una ronda de capital. Así que, en efecto, terminas vendiéndonos la misma cantidad de capital social, pero tenemos una opción de bajarte el precio que te hubiéramos ofrecido ya que hay un montón de escenarios en los que el precio de las acciones estaría por debajo de la cantidad del límite. ¿Por qué diablos iba yo a estar de acuerdo con un tope que está por encima del precio que estoy dispuesto a pagarte hoy? Un tope equivale a un techo sobre tu precio. Los VC se fijarán también en ese límite. Hay un montón de situaciones en las que los inversores de capital riesgo habrían estado dispuestos a pagar X\$ por acción, pero después de haber visto ese tope en la *due diligence* previa a un *term sheet* terminarán ofreciendo solo Y\$ (menos de X\$) por acción, ya que está dentro del límite. Con lo que

aunque cierres una ronda semilla mejor, tu Serie A (en la que normalmente una empresa consigue mucho más dinero que en una ronda semilla) tendrá un precio inferior al que podría haber tenido. En agregado, la compañía termina poniéndose en este escenario un precio por debajo del que realmente vale.

La perspectiva del emprendedor

Para atraer a los inversores semilla plantéate una operación de deuda convertible con dos características adicionales: un horizonte temporal razonable para llegar a una ronda de financiación de capital, y una conversión forzada si no se cumple ese horizonte, así como un suelo, no un techo, en la valoración de la conversión.

También hay alguna discordancia aquí puesto que las empresas de capital riesgo se pasan mucho tiempo valorando empresas y negociando precios. Si tu VC no puede o no quiere hacer esto, ¿qué te está diciendo? ¿Tenéis el inversor y tú puntos de vista radicalmente diferentes sobre la propuesta de valor que has creado? ¿Afectará esto a la relación que se desarrollará en el futuro o al modo en que cada uno de vosotros piensa estratégicamente sobre tu empresa?

El descuento

Recuerda que una operación de deuda convertible no compra capital social de tu empresa. Es en cambio un simple préstamo que tiene la capacidad de convertirse en capital social según se dé cualquier futura actividad financiera. Comenzaremos nuestro análisis de las cláusulas de una operación de deuda convertible con la más importante, la del descuento.

Hasta hace poco nunca habíamos visto una operación de deuda convertible que no se convirtiera con un descuento en la siguiente ronda financiera. Pero dadas las condiciones de un mercado semilla actualmente caliente hemos oído hablar de operaciones convertibles sin descuento, aunque considera esto como algo irregular y no sostenible en el largo plazo.

La idea detrás de un descuento es que los inversores deberían obtener, o exigir, por el riesgo que están asumiendo, muchas más ventajas por invertir temprano que únicamente el tipo de interés asociado a la deuda. Estos inversores no son bancos; se están planteando ser titulares de acciones de la empresa, y simplemente aplazan la discusión sobre el precio hasta la siguiente ronda.

Entonces, ¿cómo funciona el descuento? Hay dos enfoques: el precio descontado de la siguiente ronda y los *warrants*. En esta sección vamos a

cubrir el enfoque del precio descontado, ya que es mucho más simple y más indicado para una ronda de inversión semilla.

En los documentos legales podrías ver cosas como esta sobre el precio con descuento de la siguiente ronda:

Esta nota se convertirá en su totalidad de forma automática, y sin necesidad de intervención alguna por parte de los titulares, en dichos títulos de capital social a un precio de conversión igual al ochenta por ciento (80%) del precio por acción pagado por los inversores compradores de capital social, y con los mismos términos y condiciones concedidos a dichos Inversores.

Esto significa que si los inversores de tu siguiente ronda están pagando 1 dólar por acción, entonces la *convertible note* (nota o préstamo convertible, en adelante *convertible note*) se convertirá en las mismas acciones con un descuento del 20 por ciento, o 0,80 dólares por acción. Por ejemplo, si tienes una nota de 100.000\$, esta comprará 125.000 acciones (100.000 \$/0,80\$), mientras que un nuevo inversor de capital recibirá 100.000 acciones por su inversión de 100.000 dólares (100.000\$/1\$).

El rango de descuentos que vemos habitualmente es del 10 al 30 por ciento, siendo un 20 por ciento el más común. Aunque a veces verás un descuento que se incrementa con el tiempo (por ejemplo, 10 por ciento si la ronda se cierra en 90 días, 20 por ciento si se tarda más), generalmente recomendamos a los emprendedores (e inversores) que mantengan las cosas simples: después de todo se trata de una ronda semilla.

Límite de valoración

La siguiente cláusula económica es la del límite de valoración, también conocida como el límite, el tope, o el *cap*. El tope es una cláusula favorable para el inversor que pone un techo al precio de conversión de la deuda. El tope de la valoración se ve normalmente solo en las rondas semilla en las que los inversores están preocupados porque la siguiente ronda sea a un precio correspondiente a una valoración que les compense adecuadamente el riesgo que asumieron por haber invertido tan pronto.

Por ejemplo, un inversor quiere invertir 100.000\$ en una empresa y piensa que la valoración *premoney* está en un rango de 2 a 4 millones de dólares. El emprendedor piensa que la valoración debería ser más alta. Independientemente de la postura de cada uno, el inversor y el emprendedor se comprometen a no negociar la valoración y en su lugar optan por acordar una operación de deuda convertible con un 20 por ciento de descuento para la siguiente ronda.

Pasan nueve meses y la compañía lo está haciendo bien. El emprendedor está feliz y el inversor también. La empresa decide financiarse con una ronda de acciones preferentes. Se recibe un *term sheet* de 20 millones de dólares de valoración *premoney*. En este caso, el descuento del 20 por ciento daría lugar a que el inversor tuviera una valoración efectiva de 16 millones por su inversión de hace nueve meses.

Por un lado el inversor está feliz por el emprendedor, pero por otro lado se sorprende de la relativamente alta valoración de su inversión. Se da cuenta de que había tomado una mala decisión al no fijar inicialmente el precio de la operación, ya que cualquier cantidad por debajo de 16 millones de dólares habría sido mejor para él. Por supuesto, esto no está ni mucho menos cerca de los 2 a 4 millones de dólares que el inversor consideraba que valía la compañía en el momento en que realizó su inversión de deuda convertible.

Poner un tope a la valoración atiende a esta situación. Al ponerse de acuerdo en un límite, el emprendedor y el inversor pueden seguir aplazando la discusión sobre el precio, pero al mismo tiempo ponen un techo al que el precio de conversión podrá subir.

En nuestro ejemplo anterior, supongamos que el emprendedor y el inversor se ponen de acuerdo en un tope de 4 millones. Como la operación tiene un descuento del 20 por ciento, cualquier valoración de hasta 5 millones de dólares le permitiría al inversor obtener el descuento del 20 por ciento. Una vez que el valor descontado supere el tope, este entrará en funcionamiento. Por tanto, en el caso de los 20 millones de valoración *premoney*, el inversor recibirá acciones a un precio efectivo de 4 millones.

Como ya hemos mencionado, en algunos casos los límites pueden afectar a la valoración de la siguiente ronda. Algunos inversores de capital riesgo verán al tope como un máximo para el precio de la siguiente ronda, suponiendo que se trate del nivel más alto negociado entre inversores semilla y emprendedor. Para mitigar esto los emprendedores deben procurar no revelar los términos que tuvo la ronda semilla hasta que se haya acordado un precio con el nuevo VC. Últimamente hemos estado viendo un montón de empresas de capital riesgo pedir las cláusulas de la ronda de deuda convertible antes de estar dispuestos a preparar un *term sheet*. Entendemos que es difícil para un emprendedor decir que no a las peticiones de un potencial socio financiero.

Claramente los emprendedores prefieren no tener topes de valoración. Sin embargo, muchos inversores de capital semilla reconocen que una *convertible note* sin topes tiene el potencial de crear una gran disparidad riesgo / rentabilidad, especialmente cuando hay burbujas de valoraciones en

operaciones en empresas en fases iniciales. Pensamos que, a largo plazo, los topes alinean mejor los intereses de emprendedores e inversores semilla, siempre y cuando el límite de precio se negocie cuidadosamente con base en el estado en que esté la empresa.

Tipo de interés

Como la deuda convertible es un préstamo, casi siempre tiene un tipo de interés asociado a la misma, ya que se trata de la compensación mínima que el inversor querrá tener por su inversión.

Creemos que los tipos de interés sobre deuda convertible deben ser lo más bajos posibles. Esto no es deuda bancaria, y los proveedores de fondos están siendo suficientemente compensados con cualquiera que sea el tipo de descuento que se haya negociado. Si eres un emprendedor, entérate de cuál es el tipo de interés más bajo legalmente permitido, súbelo un poquito (por la volatilidad) y ofrece el tipo que salga.

Si tenemos en cuenta que el descuento y el tipo de interés están a menudo relacionados, habitualmente veremos un tipo de interés entre el 6 y 12 por ciento asociado con un descuento entre el 10 y 30 por ciento.

Método de conversión

Con el tiempo la deuda convertible se convertirá en capital. Hay varios matices en torno a cómo y cuándo se producirá la conversión. Este método de conversión es importante pero por lo general se puede configurar de manera que todo el mundo quede contento si se concentran en definirlo por adelantado.

En general los titulares de deuda han disfrutado tradicionalmente de mayores derechos de control sobre las empresas, y de capacidad para forzar cosas desagradables como bancarrotas y liquidaciones involuntarias. Por lo tanto, tener deuda pendiente (que no se ha convertido) puede ser algo malo si un emprendedor se pone a malas con alguno de los titulares de la deuda. Aunque no se hable mucho de esto, sucede a menudo, y hemos visto que muchas veces se deja al titular de la deuda en una gran posición de fuerza negociadora.

Aquí vemos una típica cláusula de conversión:

Si el Pagador emitiese y vendiese acciones de sus títulos de capital social a los inversores (los

«Inversores») en o antes de [180] días a partir de la fecha de la presente (la «Fecha de Vencimiento») durante una ronda de financiación de capital con unos importes totales para el Pagador de no menos de 1.000.000\$ (excluyendo la conversión de las Notas u otra deuda) (una «Ronda de Financiación Cualificada»), entonces el importe pendiente de cobro del principal de esta Nota se convertirá en su totalidad de forma automática, y sin necesidad de intervención alguna por parte de los titulares, en títulos de capital social a un precio de conversión igual al precio por acción pagado por los inversores que compraron los títulos de capital social y en los mismos términos y condiciones concedidos a estos.

Echemos un vistazo a los temas que importan en este párrafo. Nótese que para que la nota se convierta automáticamente todas las condiciones deben cumplirse. Sino, no hay conversión automática.

- **Plazo.** En este caso, la empresa debe vender acciones dentro de los seis meses (180 días) desde que tiene la deuda, para que esta se convierta automáticamente. Plantéate si es tiempo suficiente. Si nosotros fuéramos emprendedores, trataríamos de que este período fuese el más largo posible. A muchos fondos de capital riesgo no se les permite (por los acuerdos con sus inversores) emitir deuda que tenga fecha de vencimiento superior a un año, así que no te sorprendas si un año es lo máximo que puedes negociar si tratas con inversores de riesgo.
- **Cantidad.** En este caso la empresa debe levantar 1.000.000 dólares de nuevo dinero, (porque se excluye la conversión de la deuda pendiente) para convertir la deuda. El emprendedor a menudo decide la cantidad (según el mínimo que la compañía espera levantar). Cuando determines este número, piensa en el tiempo del que dispones (en este caso 180 días) y en la cantidad que piensas que puedes razonablemente conseguir en ese período.

Por tanto, ¿qué pasa si la empresa no alcanza los hitos para convertir automáticamente la deuda? Pues que la deuda continuará activa hasta que sus propietarios acuerden la conversión de sus títulos. En ese momento entra en juego el control de los votos. Es importante prestar atención a la cláusula de enmienda de las notas convertibles.

Cualquier cláusula de esta nota podrá ser modificada o eliminada con el consentimiento por escrito del Pagador y de la mayoría de los titulares. Tras hacerse efectiva dicha enmienda o renuncia de acuerdo con esta Sección 11, el Pagador notificará inmediatamente por escrito a los titulares de las notas que no hayan dado su consentimiento por escrito a lo anterior.

Aunque siempre esperas ver a una mayoría de titulares pidiendo dar su consentimiento a una modificación de la cláusula (y por lo tanto a un modelo distinto de conversión), asegúrate de que no pones ese modelo a un nivel demasiado alto. Por ejemplo, si tienes a dos partes que se están dividiendo 1.000.000 en deuda convertible a un porcentaje de 60/40, solo necesitas que una de las partes dé su consentimiento si aplicamos la regla de la mayoría, sin

embargo ambas partes tendrían que dar su consentimiento si la aprobación exigiese una supermayoría. Estas pequeñas cosas pueden marcar una gran diferencia si el titular del 40 por ciento es precisamente aquel con quien no te llevas bien actualmente.

Conversión en caso de venta de la empresa

¿Qué pasa con la deuda convertible si la empresa se vende antes de que hubiera una ronda de financiación de capital y antes de que la deuda se haya convertido en capital social? Pueden darse varios escenarios diferentes.

El prestamista recupera su dinero más intereses. Esto es, por lo general, lo que termina pasando si no hay nada más escrito. En este caso, el documento de deuda convertible no permite que la deuda se convierta en cualquier cosa, pero al mismo tiempo obliga a que en caso de venta la deuda deba pagarse. Por tanto los prestamistas no verán ninguno de los aspectos ventajosos de la adquisición. Las potenciales malas noticias son que si se trata de una operación de fusión *solo en acciones* la empresa tendría que buscar un modo para conseguir efectivo y pagar el préstamo, o negociar una manera para que la empresa absorbente pueda gestionar la deuda.

El prestamista recupera su dinero, más intereses, más un múltiplo de la cantidad original del principal. En este caso, los documentos establecen que la empresa pagará el principal que reste más intereses, y luego un múltiplo de la inversión original. Por lo general vemos un múltiplo de dos o tres veces, pero en empresas en fases más avanzadas este múltiplo puede ser aún mayor. Veamos una cláusula típica.

Venta de la empresa: Si no se ha producido una Ronda de Financiación Cualificada y la Compañía hace efectiva la venta de la empresa antes de la Fecha de Vencimiento, entonces, con independencia de cualquier disposición que en la nota indique lo contrario, (i) la Compañía entregará a los inversores, con al menos cinco días de antelación, notificación por escrito de la fecha de cierre anticipada de la mencionada venta de la Compañía, y (ii) la Compañía pagará al titular de cada nota una cantidad total igual a veces la suma del principal e intereses pendientes de reembolso según dicha nota, cumpliéndose de manera satisfactoria las obligaciones de la Compañía en virtud de dicha Nota.

Se produce algún tipo de conversión. En el caso de una empresa en etapas iniciales que no haya emitido aún acciones preferentes, la deuda se convierte en acciones de la compañía que compra (si se trata de una operación pagada con acciones) a una valoración sujeta a un tope. Si no se trata de una operación pagada con acciones, entonces lo normal es ver uno de los escenarios anteriores.

Con las compañías en etapas más avanzadas los inversores suelen estructurar

las notas convertibles para poder tener la mayor flexibilidad posible. De ese modo obtienen o un pago múltiple de la deuda o se hacen con el potencial alcista de las acciones según el precio que hubiera habido en la anterior ronda de acciones preferentes. Ten en cuenta que si el precio de compra es bajo, los titulares de la deuda podrían perfectamente descartar la conversión y exigir el pago en efectivo de las notas.

Aunque en muchos casos la emisión de deuda convertible es más fácil de gestionar que la emisión de acciones, la única situación en la que a menudo esto se complica es durante una venta en la que quede deuda pendiente de pago. Nuestro mejor consejo es que abordes en los documentos cómo se manejará la deuda en caso de venta.

Warrants

En secciones anteriores analizamos el enfoque del «precio con descuento para la siguiente ronda» para proporcionar un descuento a la deuda convertible. El otro enfoque sobre el descuento es emitir *warrants*. Este es más complejo, y por lo general solo se aplica a situaciones en las que la compañía ya ha levantado una ronda de capital, aunque de vez en cuando se ve en operaciones de empresas en fase inicial. Si estás en una ronda semilla te recomendamos que descartes este enfoque y te ahorres algunos gastos legales. Sin embargo, si estás en una ronda de deuda convertible de una empresa en fase avanzada, o si tus inversores insisten en que emitas *warrants*, así es como funciona.

Supongamos que una vez más el inversor está invirtiendo 100.000\$ y recibe una cobertura de *warrants* por una cantidad del 20 por ciento del importe de la *convertible note*. En este caso, el inversor obtendrá un *warrant* de 20.000\$.

Aquí es donde la cosa se puede poner un poco difícil. ¿Qué significan 20.000\$ en *warrants*? Un *warrant* es una opción de compra de un cierto número de acciones a un precio predeterminado. Pero, ¿cómo averiguar el número de *warrants* y el precio al que estarán? Hay muchas maneras diferentes de calcular esto, como:

- 20.000 dólares en acciones ordinarias al último valor atribuido tanto a las acciones ordinarias como a las preferentes.
- 20.000 dólares en acciones preferentes de la última ronda al precio de esa ronda de las acciones.
- 20.000 dólares en acciones preferentes de la siguiente ronda a cualquier precio que tengan.

Como se puede ver, el porcentaje real de la empresa asociado con los *warrants* puede variar mucho dependiendo del precio del valor que subyace. Como «beneficio» adicional, la propiedad particular de ciertas clases puede afectar el control de voto de una clase particular de valores.

De existir una norma sería la de la segunda versión, en la que los *warrants* están asociados a la ronda anterior de acciones preferentes. Si no ha tenido lugar esa ronda, entonces uno normalmente ve que las acciones se convierten en acciones preferentes de la siguiente ronda a menos de que la empresa sea comprada antes de que tenga lugar una ronda de acciones preferentes; en ese caso, la conversión se haría a acciones ordinarias.

Por ejemplo, supongamos que la ronda se hace a 1\$ por acción, al igual que en el ejemplo anterior. El inversor titular de una *convertible note* de 100.000\$ recibirá 20.000\$ en *warrants*, o 20.000 *warrants* a un precio de ejercicio de 1\$, para acompañar a las 100.000 acciones recibidas en la ronda de financiación por la conversión de la nota.

Los *warrants* tienen algunas cláusulas adicionales importantes:

- **El plazo de ejecución.** Plazo de tiempo en el que los *warrants* pueden ejecutarse, que suele ser de 5 a 10 años. Cuanto más corto el plazo, mejor para el emprendedor y la empresa. Cuánto más largo, mejor para el inversor.
- **Consideraciones en caso de fusión.** ¿Qué sucede con los *warrants* si se vende o se fusiona la empresa? Pues que no podemos estar más convencidos de que todos los *warrants* deben vencer si tiene lugar una venta o fusión, excepto si se ejercen inmediatamente antes de la transacción. En otras palabras, el titular del *warrant* debe decidir entre ejecutar o renunciar a los *warrants* si la empresa es adquirida. Las compañías compradoras odian hacerse con empresas que tengan *warrants* que sobrevivan a una fusión y permitan al titular comprar capital social del que adquiere. Muchas fusiones se han bloqueado porque la existencia de *warrants* con esta característica han molestado al potencial comprador y, por tanto, como parte de las exigencias para cerrar la operación el comprador han exigido a la empresa comprada o que recompraran los *warrants* o que modificasen sus cláusulas. Esta no es una buena posición negociadora para la empresa comprada, ya que tendría que pagar a los titulares de los *warrants* la totalidad de su valor al mismo tiempo que hace pública la posible fusión (por lo que la empresa tendría poca capacidad de maniobra), mientras que al mismo tiempo el comprador le pone una espada sobre su cabeza hasta que el problema se

resuelve.

- **Descuento de emisión original** (*Original issue discount* o OID). Este es un aburrido pero importante problema de contabilidad. Si una operación de deuda convertible incluye *warrants*, estos deben pagarse por separado para evitar un OID. En otras palabras, si la deuda es de 100.000\$, y hay una cobertura del *warrant* del 20 por ciento, el *IRS* (*el fisco norteamericano*) dirá que los propios *warrants* tienen algún valor. Si no hay nada estipulado para la compra efectiva de los *warrants*, el prestamista habrá recibido un descuento de emisión original, que dice que la deuda de 100.000 dólares fue emitida con un descuento ya que el prestamista también recibió *warrants*. El problema es que parte de los 100.000\$ devueltos del principal serán incluidos como intereses al prestamista o, peor aún, se acumularán como ingresos durante la vida de la nota, antes incluso de realizar ningún pago. La solución fácil para arreglar esto es pagar algo por los *warrants*, que por lo general es una cantidad de unos pocos miles de dólares.

La diferencia entre *warrants* y descuentos es probablemente insignificante para el inversor. Suponemos que si el inversor es capaz de obtener *warrants* por acciones ordinarias, entonces quizás el valor final de *warrants* pueda tener más peso que el descuento, aunque esto no está claro. Como lo prueban las muchas palabras que le hemos dedicados al tema, los *warrants* añaden una buena cantidad de complejidad y costes legales a la operación. Sin embargo, algunos descuentos incluyen topes de valoración, y eso puede generar algunas complejidades negativas en la valoración de las empresas. Los *warrants* se mantienen completamente al margen de la discusión sobre valoraciones.

Por último, en ningún caso un emprendedor debe permitir que un inversor se beneficie doblemente y obtenga tanto descuentos como *warrants*. No es una postura razonable para los inversores: deben, u obtener un descuento, u obtener *warrants*.

Otras cláusulas

Hay otras cláusulas que a veces aparecen en una operación de deuda convertible. Las reconocerás de los capítulos anteriores sobre operaciones de capital, ya que son las que exigen los *business angels* más sofisticados o los inversores de capital semilla para conservar sus derechos en rondas posteriores.

La primera cláusula que se ve de vez en cuando en una operación de deuda convertible es un *derecho de prorratio*, que permite a los titulares de la deuda participar de forma prorrateada en una futura ronda de financiación. Puesto que muchas veces las cantidades en dólares son relativamente bajas en una operación de deuda convertible, los inversores podrían pedir superderechos de prorrata. Por ejemplo, si un inversor invierte 500.000 dólares en una operación de deuda convertible y la compañía más adelante levanta 7.000.000\$, los derechos de prorrata del inversor no le permitirían adquirir una gran parte de la siguiente ronda. Por eso el inversor semilla podría pedir un derecho de prorratio, o de dos a cuatro veces sobre lo que posee actualmente, o de un porcentaje específico (digamos de un 5 a un 20 por ciento) de la siguiente ronda. Aunque los derechos de prorrata son bastante habituales, si tienes a gente que pide superderechos de prorratio o una porción específica de la siguiente ronda debes de tener cuidado, ya que conceder estos derechos limitará a largo plazo tus opciones de financiarte.

De vez en cuando verás una liquidación preferente en una operación de deuda convertible. Funciona de la misma forma que en una operación de acciones preferentes: los inversores recuperan su dinero en primer lugar, o un múltiplo de su dinero, antes de que ningún importe se distribuya a nadie más. Esto suele ocurrir cuando una empresa está luchando para levantar capital y los inversores actuales ofrecen una operación de deuda convertible (también llamada préstamo puente) a la empresa.

Casuística en empresas en etapas iniciales versus empresas en etapas más maduras

Tradicionalmente la deuda convertible se emite en *startups* en etapas medias y avanzadas de desarrollo que necesitan financiar el poder llegar a un punto en el que creen que podrían levantar más dinero. Por eso a estas operaciones se las llama rondas de financiación-puente.

Las condiciones son básicamente las mismas a no ser que a la empresa le vaya mal y haya dudas sobre su capacidad para conseguir nuevo capital, o que el puente sea para lograr que la empresa sea comprada o liquidada ordenadamente. En estos casos uno puede ver cómo entran en juego cláusulas como las de liquidación preferente y, a veces, las que permiten cambios en el consejo y control sobre el voto. Algunos de estos préstamos puente también contienen cláusulas como *pay-to-play*, que ya hemos comentado anteriormente en el capítulo 4.

Con todo, dada la tradicional complejidad y coste legal asociados con las rondas de acciones preferentes, la deuda convertible se ha transformado en una forma habitual de invertir en fase semilla, ya que tiende a ser más simple y menos costosa desde el punto de vista legal. Con el tiempo las rondas de capital social se han ido abaratando, y argumentar lo caros que son los honorarios legales hoy ya no tiene tanto peso. Al final, el principal motor que está empujando a que se use la deuda convertible en empresas en fase inicial es el deseo de las partes de evitar establecer una valoración.

¿Puede ser peligrosa la deuda convertible?

La última cuestión sobre la deuda convertible es un tecnicismo legal. Tendrás que perdonarnos, pero Jason es un exabogado y a veces no lo podemos mantener en su jaula.

Si una empresa consigue efectivo por medio de capital social, entonces tendrá un balance positivo. Será solvente (los activos serán mayores que las obligaciones), y el Consejo y los directivos tendrán obligaciones fiduciarias con los accionistas en sus esfuerzos por maximizar el valor de la empresa. Los accionistas serán los mismos de siempre: trabajadores e inversores de capital riesgo. La vida irá bien y todo será normal.

Sin embargo, si una empresa es insolvente, su consejo de administración y la compañía podrían ahora (en función de lo que diga la ley, pregunta a tu abogado) responder personalmente ante los acreedores de la empresa. Por definición, si haces una ronda de deuda convertible tu compañía es insolvente. Tienes efectivo, pero las obligaciones de tu deuda son mayores que tus activos. Tus acreedores incluyen al propietario de tu oficina, cualquiera al que le debas dinero (incluidos los exempleados descontentos), y los fundadores que tengan abogados.

¿Cómo cambia esto el paradigma? Para ser justos, no tenemos batallitas personales que contar aquí, pero no resulta difícil construir algunas situaciones extrañas. Echemos un vistazo a la situación hipotética.

Supongamos que la empresa no es un éxito y fracasa. En el caso de haber hecho una operación de capital los administradores y directivos solo tendrán obligaciones con los acreedores (por ejemplo, con el propietario de la oficina) y solo en el momento en que no haya suficiente efectivo para pagar sus pasivos. Si la compañía lo gestiona correctamente, los acreedores reciben sus pagos de manera limpia incluso si las cosas van a la baja. Pero a veces no pasa así y se ponen demandas. Cuando intervienen los abogados, estos tratan

de establecer el momento en el que la compañía quedó insolvente, y luego tratan de demostrar que el consejo tomó malas decisiones por entonces. Si los plazos son cortos, es difícil sostener un caso contra la empresa.

Sin embargo, si hiciste una operación de deuda, el tiempo de la insolvencia dura hasta que tu deuda se convierta en capital. Como resultado, si tu empresa termina fracasando y no puedes pagar a tus acreedores, la capacidad de que un abogado demandante haga juicios de valor sobre tus actuaciones aumenta dramáticamente. Y no te olvides: si tienes cualquier litigio pendiente sobre los contratos de tus empleados, todas esas personas también contarán como acreedores.

Lo peor de esto es que hay países que responsabilizan personalmente a los administradores de las cosas que ocurren mientras una empresa es insolvente. Esto significa que algunos países permiten a los acreedores demandar a los administradores por no haber cobrado todo el dinero que se les debía.

Eso sí, no nos volvamos locos llegado a este punto. Estamos hablando de empresas en fases semilla y temprana, y es de esperar que las cosas estén lo suficientemente limpias como para que no se cumplan estas predicciones del fin del mundo; pero también estamos seguros de que algunas de las personas que participan en rondas de deuda convertible les están dando una vuelta a estos temas. Si bien no conocemos ningún caso real, hemos estado en este negocio el tiempo suficiente como para saber que también se innova en el campo de las demandas judiciales.

9. Cómo funcionan los fondos de capital riesgo

Antes de que hablemos sobre cómo se negocia una operación, es útil comprender lo que motiva a la persona con la que vas a negociar, es decir, el inversor de capital riesgo (VC). Muchas veces nos han pedido que divulguemos los profundos y oscuros secretos que motivan a las empresas de capital riesgo. Cenando una noche hablamos mucho de esto con un emprendedor muy experimentado que estaba en medio de la negociación de una ronda de fase avanzada (*later stage*) para su empresa. Al final de la conversación, el emprendedor nos imploró que pusiéramos en papel lo que habíamos dicho ya que, a pesar de su experiencia y de haber estado involucrado en varias compañías financiadas con capital riesgo, nuestra conversación le había ayudado a entender los matices de la situación en la que se veía envuelto, situación que hasta nuestra explicación le había estado confundiendo.

En general es importante entender lo que estimula a tus socios de negocio actuales y futuros, es decir, a tus VC, ya que sus motivaciones afectarán a tu empresa. Si bien son conocidos los conceptos básicos sobre cómo funciona un fondo de capital riesgo, en este capítulo trataremos de cubrir también todas las cuestiones no tan obvias que afectan a cómo piensan y se comportan las empresas de capital riesgo. Para eso vamos a profundizar en cómo se crean y gestionan los fondos, así como las presiones (tanto internas como externas) que reciben los VC.

Panorámica de una estructura típica

Empecemos por describir una típica estructura de un fondo de capital riesgo. Hay tres entidades básicas que componen el fondo. La primera es la empresa gestora, que por lo general es propiedad de los socios senior (*senior partners*). La sociedad gestora es la que contrata a todas las personas de la compañía con las que interactúas, como por ejemplo a los socios, asociados y personal de apoyo, y paga todos los gastos recurrentes del día a día del negocio como el alquiler de la oficina y la factura mensual de internet.

El resultado es que la empresa gestora es esencialmente la franquicia de la firma. Aunque se retiraran los fondos antiguos y se levantaran fondos nuevos, la sociedad gestora permanecería viva y prestaría servicio a de cada uno de

los fondos levantados. La tarjeta de visita de un inversor de capital riesgo siempre muestra el nombre de la sociedad gestora, lo que constituye una de las razones por las que en los espacios para firmas de un *term sheet* hay a menudo un nombre diferente del que estás acostumbrado a asociar con la firma. Por ejemplo, en nuestro caso, Foundry Group es el nombre de nuestra empresa gestora, no el de los verdaderos fondos que hemos levantado y desde los que invertimos.

La siguiente entidad que interviene es la sociedad de responsabilidad limitada vehículo (*limited partnership* o LP). Cuando un VC habla de su «fondo», o que su firma «levantó un fondo de 225 millones de dólares», en realidad está hablando de la sociedad vehículo que alberga a los inversores del fondo (también llamados *limited partners*, o LP).

La última entidad que interviene es una de la que rara vez oyen hablar los emprendedores, llamada sociedad general (*general partnership* o GP). Esta es la persona jurídica que sirve como verdadero socio general (*general partner*) del fondo. En algunas sociedades son los *managing directors* quienes desempeñan este papel, pero con el tiempo esto ha ido evolucionando hacia una entidad jurídica separada de la que son propietarios fondo por fondo cada uno de los *managing directors*, según los fondos que haya.

Sabemos que esto es confuso a menos que hayas estudiado Derecho, en cuyo caso es probable que la complejidad jurídica que te estamos contando te esté haciendo la boca agua. El punto clave para recordar es que hay una separación entre la sociedad gestora (la franquicia) y los fondos en sí que levanta (las SL vehículo, o entidades LP). Estas diferentes entidades tienen a menudo intereses y motivaciones divergentes, especialmente cuando los *managing directors* entran o salen de la firma de capital riesgo. Un *managing director* puede ser hoy tu persona de contacto, pero esta persona podría tener diferentes intereses repartidos entre sus múltiples organizaciones, y estos podrían afectarte potencialmente.

Cómo captan el dinero los fondos de capital riesgo

La próxima vez que estés levantando capital y chocando tu cabeza contra un muro de inversores a los que tratas de convencer de lo fantástico que es tu negocio, recuerda que los VC también *disfrutan* del mismo proceso cuando están recaudando fondos. Así que, mientras nos hacemos cargo de tu dolor, también admitimos que a muchos VC se les olvida muy deprisa el proceso por el que pasan y que provocan demasiado malestar en los emprendedores que

están levantando dinero. Aunque saber esto te puede consolar un poquito cuando te acuestes frustrado en la habitación de tu hotel tras otro día de búsqueda de fondos, también te animamos a que descubras las mágicas propiedades calmantes del whisky.

Las empresas de capital riesgo reúnen dinero de una variedad de entidades, entre las que se incluyen fondos de pensiones del gobierno y corporativos, grandes corporaciones, bancos, inversores institucionales profesionales, fondos de instituciones académicas, personas con grandes patrimonios, fondos de fondos, organizaciones benéficas, y compañías de seguros. Los acuerdos entre los inversores de capital riesgo y sus propios inversores están sujetos a un largo y complicado contrato conocido como *acuerdo de sociedad limitada (limited partnership agreement* o LPA) que deja algo muy claro: las empresas de capital riesgo también tienen jefes, sus inversores, a los que se les conoce como sus socios de responsabilidad limitada, *limited partners* o LP.

Cuando una entidad de capital riesgo anuncia que ha reunido un fondo de 100 millones de dólares no significa que el VC tenga 100.000.000 en el banco esperando a que venga un emprendedor espabilado. La empresa de capital riesgo normalmente tiene muy poco efectivo disponible y tiene que pedirselo a sus LP cada vez que necesita dinero para invertir. A esa petición o llamada de capital se la conoce como *capital call*, y por lo general lleva dos semanas desde el momento en que el dinero se solicita hasta que llega. Debes saber que los LP están legalmente obligados por los acuerdos firmados al unirse al fondo a enviar el dinero a los VC cada vez que hagan una *capital call*.

Si una firma de capital riesgo pide dinero y sus inversores dicen que no, las cosas se ponen complicadas. El VC normalmente dispone de algunos derechos muy draconianos en el acuerdo de sociedad limitada (LPA) para obligar a que se cumpla su llamada de capital; pero hemos visto en el pasado varios casos en los que los fondos de capital riesgo han hecho una llamada de capital y había menos dinero disponible del previsto. Esto no es nada bueno si eres tú el emprendedor que confía en cerrar una operación con un VC. Afortunadamente, es algo que rara vez ocurre.

¿Por qué podrían los inversores negarse a financiar una llamada de capital? Por un lado, los LP pueden pensar que el inversor de capital riesgo está tomando malas decisiones y querrían salirse del fondo. Una causa más probable es que algo exógeno haya pasado a los LP, que estén cortos de efectivo y no puedan, o no quieran, cumplir con la llamada de capital. Esto pasó varias veces durante la crisis económica mundial de otoño de 2008 (e

incluso antes, en 2001), cuando tres categorías de LP se vieron afectadas:

1. Personas de grandes patrimonios que sentían por entonces ser personas con patrimonios menos grandes.
2. Bancos que no tenían efectivo disponible (y que rápidamente se convirtieron en parte de otros bancos).
3. Fondos de instituciones educativas, fundaciones y organizaciones benéficas que tuvieron unas enormes crisis de tesorería debido a su porcentaje de inversiones ilíquidas.

En muchos casos la empresa de capital riesgo suele encontrar a un nuevo LP que compre las acciones del anterior LP. Existe un activo mercado secundario para los LP que quieran vender sus acciones. Esto es casi siempre económicamente más atractivo para el LP que no responder a una llamada de capital por lo que, salvo en los momentos de mucha tensión, la empresa de capital riesgo suele hacerse con dinero para poder invertir.

Cómo hacen dinero los inversores de capital riesgo

Ahora que hemos explicado la estructura de un típico fondo de capital riesgo, vamos a explorar cómo se les paga a los VC. La dinámica de compensaciones de un fondo en particular a menudo afecta al comportamiento de un inversor de capital riesgo al comienzo de la vida de una empresa participada, así como más adelante, cuando la participada ha tenido éxito o lo está pasando mal y necesita reunir capital adicional.

Gastos de gestión

Los salarios de los VC provienen de los honorarios de gestión (*management fee*) que cobran de los fondos que gestionan. La comisión de gestión es un porcentaje (normalmente entre el 1,5 y 2,5 por ciento) de la cantidad total de dinero destinada a un fondo. Estas comisiones se pagan anualmente (y se cobran trimestral o semestralmente) y financian las operaciones de la gestora de capital riesgo, entre ellas todos los salarios de los socios y de su personal. Por ejemplo, si una firma de capital riesgo reúne un fondo de 100 millones de dólares con una comisión de gestión del 2 por ciento, cada año la firma recibirá 2 millones de dólares en concepto de gastos de gestión. Aunque parezca ser un montón de dinero, todo se destina a pagar los gastos del fondo de capital riesgo, incluyendo a empleados, socios, asociados, alquileres, volar

por todo el país para ver a emprendedores, fotocopiadoras, Coca-Cola *light*, y ordenadores MacBook Air nuevos.

El porcentaje de comisión es generalmente inversamente proporcional al tamaño de fondo; cuanto menor sea el fondo, mayor será el porcentaje, aunque la mayoría de los fondos de media cargan en torno al 2 por ciento. Hay también que anotar un pequeño detalle, que es la comisión pagada durante y después del período de compromiso (*commitment period*), o período de tiempo en el que el fondo puede hacer nuevas inversiones, generalmente los cinco primeros años. Esta comisión, que es generalmente del 2 al 2,5 por ciento, empieza a disminuir cuando termina el período de compromiso. La fórmula es muy variable, pero en la mayoría de las firmas de capital riesgo la comisión total promedio durante un período de 10 años es de aproximadamente el 15 por ciento del capital comprometido. Así, en nuestro anterior ejemplo del fondo de 100 millones, la sociedad gestora dispondrá de 15 millones de dólares procedentes de las comisiones de gestión para gastos operativos y pagar a su gente.

Pero espera, que hay más. La mayoría de las empresas de capital riesgo levantan múltiples fondos. Una típica firma de capital riesgo reúne un nuevo fondo cada tres o cuatro años, aunque algunas lo hacen con mayor frecuencia mientras que otras tienen diferentes fondos vehículos como por ejemplo un fondo en etapas tempranas, un fondo de crecimiento, y un fondo para invertir en China. En estos casos las comisiones se distribuyen entre todos los fondos. Si cada tres años una gestora de capital riesgo levanta un fondo, tendrá una nueva comisión de gestión que añadir a su anterior comisión de gestión. La forma más simple de entender esto es considerar la comisión de gestión como más o menos el 2 por ciento del capital total comprometido en todos los fondos. Así que, si el Fondo 1 es un fondo de 100 millones y el Fondo 2 es un fondo de 200 millones, la comisión de gestión termina siendo de aproximadamente 6 millones de dólares anuales (2 millones para el Fondo 1 y 4 millones para el Fondo 2).

Aunque las empresas de capital riesgo tienden a aumentar las contrataciones (de socios y personal) cada vez que crean nuevos fondos, esto no siempre es el caso, y el número de personas contratadas rara vez crece en proporción directa al aumento de las comisiones de gestión. Como resultado los socios senior de la firma (o los que tengan un título de *managing director*) ven que su compensación base aumenta con cada fondo adicional. La dinámica varía mucho de una empresa de capital riesgo a otra, pero se puede suponer que a medida que aumenta el capital bajo gestión también lo hacen las comisiones y, como consecuencia, los sueldos de algunos de los *managing directors*.

La firma de capital riesgo cobra esta comisión de gestión con total independencia del éxito de la inversión. A largo plazo, la única consecuencia que tiene el éxito o fracaso de la inversión sobre esta comisión es la que afecta a la capacidad de la empresa para levantar fondos adicionales. Si la firma no genera retornos positivos significativos, con el tiempo tendrá dificultades para obtener fondos adicionales. Esto no pasa sin embargo de la noche a la mañana, puesto que los acuerdos de comisiones de cada fondo tienen una garantía de 10 años. Nos conocen por haber dicho una vez que «se necesita una década para matar a una firma de capital riesgo», y la práctica de extender las comisiones en el tiempo es clave para explicar esto.

Participación en beneficios (*carried interest*)

A pesar de que las comisiones de gestión pueden ser considerables, en caso de éxito, el dinero que de verdad hace un VC, conocido como *carried interest* (participación en beneficios, en adelante *carry*), debería eclipsar a la comisión de gestión. El *carry* es el beneficio que obtienen los gestores del fondo de capital riesgo tras devolver el dinero a sus inversores (los LP). Si volvemos a nuestro fondo ejemplo de 100.000.000 de dólares, los VC reciben su *carry* después de devolver 100 millones de dólares a sus LP. La mayoría de las empresas de capital riesgo reciben el 20 por ciento de las ganancias tras devolver el capital (un *carry* del 20 por ciento), aunque algunos fondos de larga duración o extremadamente exitosos se llevan hasta un 30 por ciento de las ganancias.

Vamos a jugar con nuestro ejemplo. Volvamos a comenzar otra vez con el fondo de 100 millones. Supongamos que ha tenido éxito y devuelve un múltiplo de $3 \approx$ el capital, o 300 millones de dólares. En este caso, los primeros 100 millones se devuelven a los LP, y el beneficio restante, o 200 millones, se divide en un 80 por ciento para los LP y un 20 por ciento para las sociedades generales (*general partnerships* o GP). La firma de capital riesgo recibe 40 millones de dólares de participación en beneficios y los LP reciben los restantes 160 millones. Y por supuesto, todo el mundo está feliz en este caso.

Recuerda que esta firma de capital riesgo recibió unos 15 millones de dólares en concepto de gastos de gestión de este fondo durante más de una década. Con todo hay un matiz interesante aquí. Si el fondo es de 100 millones, y 15 millones se van a gastos de gestión, ¿no quedarían solo 85 millones de dólares para invertir? En algunos casos sí, pero a los VC se les permite reciclar sus comisiones de gestión y reinvertirlas posteriormente hasta llegar al total de

100 millones. Esto presupone que habrá retornos lo suficientemente pronto en el fondo como para reciclarlos, y que en algunos casos habrá una cuidadosa gestión del flujo de caja, pero en cualquier caso todas las firmas de capital riesgo deben estar motivadas para poner a trabajar los 100 millones totales de dólares. En este caso, los 15 millones de comisión de gestión en realidad pueden verse como un pago por adelantado del *carry*, ya que lo que se hace en esencia es reinvertir ingresos procedentes del fondo. Todos los LP deben favorecer este reciclaje ya que su objetivo se lo plantean en un retorno de lo invertido versus lo recibido (*cash-on-cash return*). Conseguir que se ponga más dinero a trabajar, concretamente los 100 millones completos en vez de solo 85 millones, mejora el rendimiento total.

Hay que tener en cuenta que hemos estado hablando de la firma de capital riesgo en su conjunto, no de cualquier *managing director* o socio gestor de la misma. Un socio gestor de capital riesgo concreto podría cuadruplicar la cantidad de dinero invertido en sus empresas particulares, pero podría no recibir ningún *carry* de un fondo por las malas decisiones inversoras que hubieran podido tomar otros socios. Además, la mayoría de las empresas de capital riesgo distribuyen el *carry* equitativamente entre socios, puesto que los socios más antiguos tienden a recibir desproporcionadamente más que los socios jóvenes. Con el tiempo esto puede ser una causa importante de fricción dentro de la empresa, ya sea por el comportamiento desigual hacia los socios más antiguos o porque otras firmas de capital riesgo ofrecen a las jóvenes estrellas del fondo mejores incentivos económicos para llevárselos. Esto se pone especialmente difícil cuando un fondo, o una serie de fondos, lo están haciendo mal pero aún así hay retornos positivos procedentes de uno o dos socios.

Aquellos de vosotros que tengáis un conocimiento sofisticado del arte de estructurar fondos os daréis cuenta de que no hemos mencionado que los LP quieren que sus gestores de capital riesgo (VC) inviertan en su propio fondo. Históricamente ha habido una división del 99/1 por ciento entre los LP y los GP (*general partners* o GP), queriendo decir esto que los socios de la gestora de capital riesgo ponen un 1 por ciento del fondo de su propio dinero junto al de los LP (por ejemplo, en nuestro fondo ejemplo de 100 millones de dólares, los LP pondrían en 99 millones y los GP pondrían 1 millón). El compromiso de los GP históricamente ha sido del 1 por ciento, pero ha ido aumentando con el tiempo y en ocasiones llega a ser del 5 por ciento.

Aunque un *carry* suena como algo maravilloso, hay una situación de riesgo a su alrededor denominada bloqueo de retorno o *clawback*. Una vez más, supongamos que tenemos un fondo de 100 millones. Supongamos también

que los inversores de capital riesgo han hecho una llamada de capital de solo la mitad de los fondos (50 millones). Si los 50 millones invertidos hasta ahora dan un retorno de 80 millones, el fondo está en una situación de beneficio en la que se han devuelto 50 millones y hay 30 millones en ganancias sobre los que los inversores de capital riesgo tienen derecho a llevarse su *carry*. Los VC se meterían en el bolsillo sus 6 millones, suponiendo que el *carry* fuera del 20 por ciento. Pero, ¿qué sucedería si los VC hacen otra llamada de capital, invierten el resto del dinero del fondo, el fracaso es absoluto y terminan con un retorno final de solo 100 millones de dólares? Al final de la vida del fondo, los inversores de capital riesgo habrían invertido 100 millones de dólares y solo habrían producido un retorno de 100 millones, y como resultado no deberían recibir ningún *carry*.

Entonces, ¿qué pasa con los 6 millones de dólares que se llevaron a mitad de la vida del fondo? Pues que los VC tendrían que entregarlos para devolvérselos a los LP. Mientras esto suena en teoría lógico, en la práctica es mucho más difícil. Supón que la gestora de capital riesgo tiene cuatro socios a partes iguales y que cada uno de ellos recibió un cheque de 1.500.000\$ del *carry*. Aquellos fueron unos días felices a los que siguieron otros días no tan felices cuando el fondo empezó a ir mal. Por el camino, dos de los VC dejaron la empresa para irse a otras firmas, y los dos socios restantes dejaron de hablarse entre ellos. De hecho, uno de los socios restantes se divorció y dio la mitad de su dinero a su excónyuge. Y el que quedaba se declaró en bancarrota tras extralimitarse financieramente. Ah, y los cuatro habían pagado impuestos por su *carry*.

A los LP todo eso les da lo mismo. Quieren los 6 millones que se les deben, y muchos acuerdos de constitución de fondos establecen que cada socio es responsable por la cantidad total, independientemente de lo que recibieran en las distribuciones de beneficios. Por lo tanto, es posible que un subconjunto de los socios de la firma de capital riesgo tenga que hacerse cargo de la devolución a los LP y de pelearse con los socios actuales y anteriores para conseguir el resto del dinero. No es una situación agradable y nos gustaría decir que se trataría solo de un caso hipotético, pero no es así.

Reembolso de gastos

Hay otra pequeña fuente de ingresos que reciben los VC: los reembolsos de las empresas participadas por los gastos de las reuniones del consejo. Todas las empresas de capital riesgo cobran unos gastos asociados con las reuniones del consejo de administración de la compañía que visitan. Esto no suele ser un

gran problema a menos que tu inversor de capital riesgo vuele siempre en avión privado y se hospede en la suite presidencial del hotel *Four Seasons* de tu localidad. En caso de que creas que tu inversor está gastando en exceso y que lo está cargando todo a tu empresa, no deberías dudar en enfrentarte a él. Si no te sientes cómodo haciéndolo, pide ayuda a alguno de los miembros más frugales de tu consejo.

Cómo afecta el tiempo a la actividad del fondo

Los acuerdos para constituir fondos de capital riesgo tienen dos conceptos que delimitan en el tiempo la capacidad de invertir. El primero se llama período de compromiso o de inversión (*commitment period o investment period*). Es por lo general de cinco años, y es el tiempo que tiene un VC para identificar e invertir en nuevas empresas para el fondo. Una vez terminado el período de compromiso el fondo ya no puede invertir en nuevas empresas, pero puede invertir más dinero en empresas existentes en cartera. Esta es una de las principales razones por las que las empresas de capital riesgo suelen crear un nuevo fondo cada tres a cinco años: una vez que han comprometido todo el capital disponible en un fondo necesitan reunir un nuevo fondo para continuar invirtiendo activamente en otras empresas.

Es triste pero cierto que hay VC a los que se les ha pasado su período de compromiso y que no tienen un nuevo fondo y continúan reuniéndose con emprendedores que buscan de capital. En estos casos el emprendedor no tiene ni idea de que no tiene ninguna posibilidad de que inviertan en él, pero los inversores se comportan como si siguiesen invirtiendo activamente, y tratan de mantener la apariencia de que están analizando proyectos a pesar de que no pueden invertir más. La primera vez que vimos esto fue en 2006 y 2007, cuando las empresas de capital riesgo que habían constituido sus anteriores fondos en 2000 o 2001 lo pasaban mal tratando de levantar un nuevo fondo. Con el tiempo los medios de comunicación se percataron de estos comportamientos y empezaron a referirse a estas firmas como «muertos vivientes», VC zombis que continuaban comportándose como inversores, ganando comisiones de gestión de sus anteriores fondos y de la gestión activa de sus antiguas carteras, pero que no hacían nuevas inversiones.

Los buenos zombis admiten abiertamente su estado; los no tan buenos siguen montando reuniones con nuevas empresas a pesar de que no pueden invertir más. Por lo general es fácil detectar a los VC zombis, solo pregúntales cuando hicieron su última nueva inversión. Si fue hace más de un año lo más probable es que sean un zombi. También puedes hacer preguntas sencillas

como «¿cuántas nuevas inversiones va a hacer tu fondo actual?» o «¿cuándo esperas levantar un nuevo fondo?». Si crees que los inversores te dan respuestas ambiguas probablemente sean un zombi.

El otro concepto se denomina plazo de vida activa (*investment term*), o tiempo que el fondo puede permanecer activo. Las nuevas inversiones se pueden realizar solo durante el período de compromiso o inversión, pero las inversiones de seguimiento en las empresas de la cartera se pueden hacer dentro del plazo de vida activa. Un fondo de capital riesgo típico tiene un plazo de vida activa de 10 años con dos opciones de un año para alargar su duración, aunque otros fondos tienen tres prórrogas de un año o una prórroga de dos años. Doce años puede parecer que es mucho tiempo, pero cuando un fondo que invierte en etapas tempranas hace una nueva inversión semilla en su quinto año, y el plazo de salida de una inversión media puede alargarse más de una década, 12 años es a menudo una limitación. Como resultado, muchos fondos de etapas tempranas duran más de 12 años, en ocasiones hasta un máximo de 17.

Una vez que pasan 12 años los LP tienen que votar afirmativamente cada año para que los GP continúen gestionando el fondo. En los casos en los que una firma ha seguido reuniendo fondos adicionales, los LP generalmente apoyan las prórrogas en la actividad de los fondos. A menudo hay una negociación sobre la comisión de gestión que se carga por seguir administrando el fondo, que va desde un porcentaje inferior del capital invertido restante (por ejemplo, un 1 por ciento) hasta renunciar por completo a la comisión. Esto no es un problema para una empresa que haya creado otros fondos y tenga comisiones de gestión de dichos fondos para financiar sus operaciones, pero es un tema importante para las firmas zombis que ven como descienden sus comisiones de gestión anuales. El tiempo no es amigo de una entidad zombi ya que los socios comenzarán a irse en busca de prados más verdes, menos gastos y menos tiempo ayudando a las empresas invertidas, o simplemente comenzarán a presionar a las participadas para vender y generar liquidez.

En algunos casos, carteras enteras han sido vendidas a nuevas firmas de capital riesgo por vía de lo que se denomina una venta secundaria, en la que otro se hace cargo de la gestión de la cartera por medio de la liquidación de las compañías. En estos casos las personas con las que tratan los emprendedores, y los miembros de sus consejos, pueden cambiar por completo. Estos compradores secundarios a menudo tienen agendas muy diferentes de las del inversor original, por lo general mucho más centradas en conducir a la empresa hacia una salida rápida, incluso a un valor inferior al de los otros LP.

La perspectiva del emprendedor

Algo importante que tienes que saber de tu posible fondo inversor es su antigüedad. Cuanto más cerca esté del final de su vida, más problemáticas pueden ser las cosas para ti por la presión de los inversores por obtener liquidez (situación en la que tus intereses y los de los inversores puede que no estén alineados), o porque un inversor requiera distribuir acciones de tu empresa a los LP, algo que podría ser horrible para ti si la firma de capital riesgo tiene un gran número de LP que luego se convertirían en accionistas directos.

Reservas

Las reservas son la cantidad de capital adicional que se asigna a cada compañía en la que invierte un fondo de capital riesgo. Este es un concepto muy importante al que la mayoría de los emprendedores no le presta adecuada atención. Imagínate que un VC invierte 1 millón de dólares en la primera ronda de tu empresa. En el momento de hacer la inversión el VC se reserva una teórica cantidad futura del fondo para invertir en las rondas de seguimiento de sus participadas. El VC generalmente no te dirá ese número, pero por lo general se trata de una cantidad bien definida dentro de la entidad de capital riesgo.

Normalmente, pero no siempre, los VC asignan más reservas a empresas en estados de desarrollo más tempranos. En el caso de inversiones en compañías más avanzadas e inmediatamente antes de un IPO, el fondo de capital riesgo podría no tener reservas asignadas a esa compañía, mientras que las inversiones de primera ronda podrían tener reservas de 10 o más millones asociados a ellas.

Aunque la mayoría de los inversores de capital riesgo preguntarán al emprendedor sobre sus futuras necesidades financieras antes de invertir, muchos VC harán caso omiso de ese número y harán su propia composición de lugar sobre esas futuras necesidades financieras y la cantidad de reservas correspondiente. Por nuestra experiencia sabemos que los emprendedores suelen ser optimistas sobre la cantidad de capital que van necesitar, y lo suelen calcular a la baja. Los VC también se fían de su propia experiencia cuando calculan reservas, y a menudo son conservadores y se deciden por una cifra alta al principio de la vida de la inversión para ir luego reduciéndola con el tiempo según la empresa va madurando.

Echemos un vistazo a cómo un análisis de reservas puede afectar a una compañía. Supongamos una entidad de capital riesgo que tenga un fondo de 100 millones e invierta un total de 50 millones en 10 empresas diferentes. Supongamos también que la entidad de capital riesgo tiene un total de 50

millones en reservas divididos entre las 10 empresas. Aunque al principio no importe si la firma ha hecho o no las reservas adecuadas para cada empresa, lo que sí son críticos son la cantidad total reservada y cómo esta se utiliza con el tiempo. Si la empresa de capital riesgo se ha quedado corta con las reservas y termina necesitando 70 millones más para apoyar a la financiación en curso de las 10 empresas, el VC no tendría la posibilidad de seguir financiando a todas las empresas en las que ha invertido. Esto normalmente acaba con el inversor escogiendo a sus favoritos y dejando de apoyar a algunas de sus compañías. Aunque esto se podría entender como inversores que abandonan a sus inversiones o que directamente admiten que no tienen más dinero para invertir, el comportamiento de los VC es por lo general más misterioso. El inversor menos sincero frecuentemente se resistirá a que haya rondas de financiación adicionales, tratará de limitar el tamaño y posterior dilución de estas rondas, o te presionará para vender la compañía. En los casos en los que entra en funcionamiento una cláusula *pay-to-play* verás aún más resistencia a que haya rondas de financiación adicionales puesto que la firma de capital riesgo tratará de proteger su posición en la compañía participada, incluso si no es necesariamente lo que más le conviene al negocio.

Hacer reservas en exceso, o reservar 50 millones cuando en última instancia solo necesitas 30, también es un problema, aunque no afecta a los emprendedores. Un exceso de reservas tiene como consecuencia que el fondo invierta menos, lo que es económicamente desventajoso para LP e inversores de capital riesgo. Los LP desean que todo el capital de los fondos se invierta, ya que aumenta la posibilidad de un mayor retorno de capital. Los VC también quieren poner todo el dinero a trabajar, sobre todo cuando los fondos son rentables, ya que a mayor rentabilidad absoluta mayor *carry*.

La mayoría de los acuerdos de constitución de fondos de capital riesgo permiten a una firma reunir un nuevo fondo una vez que esté aproximadamente el 70 por ciento del capital comprometido y reservado. Si bien este umbral varía por firmas, por lo general es razonablemente alto. Como resultado, hay una ligera motivación para reservar en exceso con el fin alcanzar ese umbral, lo que es contrarrestado por la dinámica económica negativa de no invertir la cantidad total del fondo. Por supuesto, con independencia del umbral, la empresa de capital riesgo tiene todavía que demostrar un buen rendimiento del fondo y el apoyo de los inversores existentes para poder levantar un nuevo fondo.

La perspectiva del emprendedor

Debes saber cuánto capital reserva la firma de capital riesgo para inversiones de seguimiento en sus participadas, o para tu empresa en particular. Si crees que tu compañía vaya probablemente a necesitar

varias rondas de financiación querrás asegurarte de que el VC te tenga guardada suficiente «pólvora» para que no acabes en situaciones conflictivas en las que tu inversor ya no tenga más dinero para invertir y surjan desacuerdos contigo o con futuros inversores.

Flujo de caja

Las empresas de capital riesgo tienen que prestar tanta atención al flujo de caja como los emprendedores, aunque muchos no lo hacen hasta que se meten en problemas. Recuerda que el capital reunido por una empresa de capital riesgo se puede utilizar para invertir en empresas, comisiones de gestión, y gastos del fondo, entre los que se incluyen los pagos a los auditores y asesores fiscales para realizar la auditoría anual y las declaraciones de impuestos, y los pagos a los abogados por cualquier litigio. Recuerda también que los LP quieren que sus VC inviertan el 100% del capital del fondo en compañías.

Si una empresa de capital riesgo tiene un fondo de 100 millones de dólares con una comisión típica de gestión, aproximadamente 15 millones se gastarán en actividades no inversoras durante la vida del fondo. Esto significa que para invertir los 100 millones por completo, el fondo tendría que generar 15 millones en retornos que pueda reciclar —o invertir— durante la vida del fondo. Todavía más importantes son los tiempos, ya que las ventas que generen ese dinero adicional son impredecibles, y según avanza la vida de un fondo puede empezar a entrar en una posición en la que en realidad no tenga dinero que reciclar.

En el caso más extremo la firma de capital riesgo puede haber hecho menos reservas de las necesarias y no gestionar el flujo de caja de manera efectiva. La consecuencia sería verse amenazada por dos flancos. No tendría reservas suficientes para seguir apoyando sus inversiones y, aunque las tuviera, tampoco tendría efectivo para pagar a sus empleados con comisiones de gestión. Esta situación le puede ocurrir incluso a firmas que hayan levantado fondos de seguimiento, puesto que el proceso de reciclaje del flujo de caja es específico de cada fondo.

Inversión entre fondos vinculados

Muchas firmas de capital riesgo invierten a la vez capital de varios subfondos vinculados (por ejemplo, podrías tener a dos fondos de la misma gestora como inversores en tu fondo: Fondo VC III y Fondo VC Emprendedores III); sin embargo, también hay casos en los que las firmas de capital riesgo se

financian de dos fondos completamente separados, digamos Fondo VC III y Fondo VC IV. A estos últimos se les denominan inversiones interfondos (*cross-fund investments*). Normalmente verás esto cuando el primer fondo (Fondo III) tiene pocas reservas y el segundo fondo (Fondo IV) cubre el hueco para ayudar a la firma de capital riesgo en su conjunto a proteger su posición y proporcionar apoyo a la empresa participada.

La inversión interfondos puede dar lugar a varios problemas entre la entidad de capital riesgo y sus LP. Esta actividad rara vez se hace desde el principio de una inversión, por lo que las rondas posteriores se realizan a un precio diferente (no siempre superior) al de las primeras rondas. Como los fondos subyacentes tienen casi siempre una diferente composición de LP, y cada fondo termina con un perfil de retorno diferente en la salida, los LP no serán tratados económicamente igual durante la inversión. En el caso positivo de que la valoración aumentase esto no importaría ya que todo el mundo estaría contento con el resultado económico positivo. Sin embargo, en el caso negativo, o en el caso de que la ronda en que invierta el segundo fondo sea una ronda a la baja (*down round*), el VC se vería en una situación complicada. En este caso un fondo estaría en desventaja sobre el otro, y algunos LP terminarían en una situación peor de la que habrían tenido si la inversión interfondo no hubiera tenido lugar. Y si nuestro simpático VC quisiera darle muchas vueltas, el conflicto económico comenzaría a derretirle su cerebro.

Salida de socios

La mayoría de las firmas de capital riesgo tienen una cláusula de personas clave (*key man clause*) que define lo que sucedería en caso de que dejara la firma un cierto número de socios o un socio concreto. En algunos casos, cuando una firma activa la cláusula *key man* (persona clave), los LP tienen el derecho de suspender la capacidad del fondo de hacer nuevas inversiones, o podrían incluso cancelarlo. En los casos en que un socio deja la empresa pero no se dispara la cláusula de persona clave, suelen surgir conflictos sobre los asuntos económicos de la firma, especialmente si la empresa de capital riesgo se ha estructurado de mala manera, no tiene acuerdos apropiados para consolidar derechos sobre acciones (*vesting*), o tiene una cantidad significativa de control económico en manos del socio saliente, lo que deja al resto de socios con muy poca motivación (al menos a sus ojos) para seguir gestionando activamente la firma. Aunque el emprendedor no pueda hacer nada por solucionar esto, es importante que sea sensible ante cualquier dinámica potencial que se produzca en la estructura de la empresa de capital

riesgo, sobre todo si el socio saliente es el que se sienta en su consejo o el que propuso invertir en tu empresa.

Deberes fiduciarios

Los VC tienen deberes fiduciarios, de manera simultánea y al mismo nivel de importancia, con su sociedad gestora, con los GP, con los inversores del fondo (*limited partners*, o LP), y con cada consejo de administración en el que presten servicio. Normalmente todo esto funciona bien si uno trata con un fondo de capital riesgo serio y creíble, pero incluso en el mejor de los casos estos deberes pueden entrar en conflicto entre sí, y los inversores de capital riesgo podrían encontrarse en un *sandwich* fiduciario. Es importante que el emprendedor recuerde que, por mucho que adore a su gestor o gestora, este/a tiene que responder ante otras personas y tienen un complejo conjunto de responsabilidades formales y legales. Algunos inversores de capital riesgo entienden esto bien, son transparentes y tienen un conjunto claramente definido de directrices internas que utilizar cuando se encuentran en medio de conflictos fiduciarios. Otros no, y en consecuencia responden de manera confusa, complicada y, en ocasiones, difícil. Lo que más molesta a los VC que entienden bien estos problemas es que otros VC sienten cátedra sobre sus deberes fiduciarios y en realidad no sepan muy bien qué hacer. Si te sientes incómodo con estas dinámicas te recordamos que tu abogado representa a tu empresa, y que puede ayudarte a aclararte con estas cosas, para que realmente entiendas lo que está pasando.

Implicaciones para el emprendedor

Las motivaciones e incentivos financieros de las empresas de capital riesgo afectan de muchas maneras a su juicio y les impactan emocionalmente, sobre todo en épocas difíciles o en momentos de decisiones críticas. No permanezcas indiferente ante los problemas que afecten a tus socios inversores. Más importante aún, no tengas miedo de hablar con ellos de estos temas; una conversación incómoda pero abierta hoy te puede ahorrar una inesperada decisión traumática que afecte a tu empresa mañana.

10. Tácticas de negociación

Independientemente de todo lo que sepas sobre *term sheets*, todavía necesitas ser capaz de negociar una buena operación. Nos hemos dado cuenta de que la mayoría de personas, entre ellas muchos abogados, son malos negociadores. Por suerte para ellos, los ejecutivos de las empresas de nuestra cartera pueden enterarse de todo lo que sabemos tanto en internet como en este libro, así que además de convertirse en mejores negociadores ahora conocerán todos nuestros movimientos y podrán negociar más eficazmente con nosotros.

Hay un montón de tratados sobre cómo negociar; este capítulo describirá sin embargo algunas de las tácticas negociadoras que nos han funcionado bien a nosotros en los últimos años. Aunque este libro trata principalmente sobre financiación hablaremos de una serie de estrategias de negociación que podrás utilizar durante tu vida, e ilustraremos algunos de los diferentes tipos de personajes que probablemente vayas a encontrar en el camino.

¿Qué es lo que realmente importa?

Solo hay tres cosas que importan en una negociación financiera: conseguir un resultado bueno y justo, no destruir tus relaciones personales para llegar allí, y entender la operación que estás cerrando.

Se ha dicho que un buen acuerdo significa que ninguna de las partes quede contenta. Esto puede ser cierto en un litigio o en adquisiciones pero, si ninguna de las partes queda contenta tras cerrar una financiación de capital riesgo, tendrás un problema real. Recuerda, la ronda de financiación es solo el comienzo de la relación y una pequeña parte de la misma. Construir una compañía juntos y tener a la vez una relación buena y productiva es lo que de verdad importa. Un buen punto de partida es que ambas partes piensen que han logrado un resultado justo y que se sientan afortunadas de estar en el negocio con el otro. Si te comportas mal durante la ronda de financiación es probable que las tensiones se prolonguen durante algún tiempo si la operación termina cerrándose. Y si tu abogado se comportó mal durante la negociación, lo más probable es que dicho abogado se tenga que buscar un nuevo cliente después de que el VC se incorpore al consejo de administración.

Tu abogado no debe comportarse como un idiota ni mantener posturas poco razonables, pero esto no significa que debas decirle que sea blando durante las negociaciones, sobre todo si está curtido en operaciones de financiación vía capital riesgo. Como emprendedor tendrás que manejar esto con cuidado, aunque los ojos te hagan chiribitas ante tanta palabrería legal. Se trata de tu empresa y de tu operación, no la de tu abogado.

En cuanto a qué cláusulas son las que importan, ya hablamos previamente de las económicas y las de control. Hemos apuntado que cualquier tiempo significativo que dediques a negociar más allá de estos dos conceptos centrales es una pérdida de tiempo. Puedes aprender mucho de la persona con la que estás negociando fijándote simplemente en aquello en lo que se centra.

Escoge un par de cosas que realmente importen —la valoración, las opciones sobre acciones (*options pool*), las preferencias de liquidación, el consejo de administración, el control del voto— y que acabe ahí la historia. El dicho que afirma que «nunca se hace dinero con las cláusulas» es especialmente cierto, con excepción de las pocas realmente importantes en las que ya hemos hecho hincapié. El buen karma que te atribuirá la otra parte (suponiendo que no sean idiotas) bien vale la pena.

Prepararse para la negociación

El mayor error que se comete durante una negociación es la falta de preparación. A nosotros nos parece increíble que la gente entre a ciegas en una negociación cuando hay tanto en juego. Y no solo en operaciones de capital riesgo, lo hemos visto también en todo tipo de negociaciones.

Muchas personas no se preparan porque sienten que no saben para qué deben prepararse. Te daremos algunas ideas, pero debes darte cuenta de que probablemente sepas negociar mejor de lo que piensas. Ya negocias varias veces al día durante tus interacciones en la vida, pero por lo general la mayoría de la gente simplemente lo hace y no piensa demasiado en ello. Si tienes pareja, hijos, un mecánico de automóviles, un animal domesticado o amigos, lo más probable es que tengas docenas de negociaciones cada día.

Cuando vayas a negociar tu financiación (o en realidad cualquier cosa) debes tener un plan. Debes saber qué cosas clave quieres, entender qué puntos estás dispuesto a conceder, y cuándo hay que levantarse de la mesa. Si tratas de determinar esto durante la negociación tus emociones probablemente sacarán lo mejor de ti y cometerás errores. Ten siempre un plan.

Después pasa algún tiempo enterándote de antemano con quién estás tratando. Algunas personas (como nosotros) son tan fáciles de encontrar que nos

puedes buscar en Google y saber de casi todo lo que pensamos. Si afirmamos abiertamente que las personas que pierden tiempo negociando los derechos de registro de un *term sheet* son idiotas (que es lo que de verdad pensamos) entonces, ¿por qué tenéis que convertirlo tu abogado o tú en un tema espinoso? Aún así más del 50 por ciento de los retoques en los *term sheets* que recibimos de abogados incluyen cambios en la sección de derechos de registro, lo que al instante nos hace mirar mal al abogado y descubrir que no es el emprendedor quien dirige el espectáculo.

Si llegas a conocer al otro lado con antelación también podrías ser capaz de jugar con sus fortalezas, debilidades, prejuicios, rarezas e inseguridades. El dicho «saber es poder» se aplica aquí. Y recuerda, solo porque puedas jugar con ventaja con este tipo de conocimiento no significa que tengas que usarlo, pero sí que te sirve de red de seguridad y podría ser necesario si las cosas se torcieran.

Una cosa que recordar: todo el mundo tiene una ventaja sobre los demás en toda negociación. Puede haber un David por cada Goliat, pero incluso David sabía algunas cosas que el gigante desconocía. La vida es igual. Entérate de tus superpoderes y de la kryptonita de tu adversario.

Si eres un emprendedor primerizo de veintitantos años negociando un *term sheet* con un inversor de capital riesgo curtido y experimentado de cuarentaitantos, ¿qué posible ventaja podrías tener sobre el VC? Está claro que el inversor entiende mejor las cláusulas. También tiene toneladas de conocimiento del mercado. Y supongamos que su firma de capital riesgo es la única fuente creíble de financiación que tienes. Pinta bastante mal, ¿verdad?

Bueno, sí, pero no te desesperes. Hay una ventaja inmediata que probable tengas: tiempo. Si generalizamos, es fácil llegar a un escenario en el que el inversor de capital riesgo tenga una familia y un montón de empresas en cartera e inversores con los que tratar. Tú, en cambio, tienes un solo foco: tu empresa y esta negociación. Puedes permitirte el lujo de alargar el proceso más de lo que el VC podría desear. De hecho los inversores con más experiencia realmente odian esta parte del proceso, y aceptarán ciertas condiciones en pro de la eficiencia, aunque habrá otros que no lo hagan y que se pondrán quisquillosos en cada punto (nos ocuparemos luego de esa gente). Tal vez quieras agendar tu llamada de negociación al final del día, justo antes de que el inversor cene. O quizás quieras preguntar cariñosamente a tu VC que te explique una serie de cláusulas que *no entiendes* para llenar su tiempo con más obligaciones. ¿Crees que esto no pasa? Después de que les diésemos este consejo a algunos de los equipos de TechStars (ver www.techstars.org) en

2009, uno de ellos esperó hasta dos horas antes de que Jason saliera de vacaciones para negociar el *term sheet* que les dimos. Jason ni siquiera se dio cuenta de que era una estrategia y pensó que había habido mala suerte con la hora. Como resultado, tuvo que enfrentarse con una presión de tiempo creada artificialmente por un emprendedor primerizo de veintitantos. Buen trabajo, Alex.

Hay ventajas por todas partes. ¿Es el inversor un gran fan del Stanford? Habla con él y entérate de si tiene asientos de cancha para ver el partido. ¿Pertenece el VC a una asociación benéfica que te importa? Usa esa información para conectar con él en un entorno en el que tengáis más en común. Aunque hay infinitas cosas simples como estas, lo que de verdad importa es que tienes un plan, conoces a la otra parte, y tienes en cuenta las ventajas naturales de las que dispones. En un mundo perfecto no tendrías que utilizar cualquiera de estas herramientas, pero si las necesitas y no las llevas a una negociación real, serás tú quien pierdas.

La perspectiva del emprendedor

Tu mayor ventaja es tener un sólido plan B: un montón de interés y competidores por hacerse con tu operación. Las empresas de capital riesgo se plegarán a tus condiciones en todas las cláusulas periféricas si tienen a otro VC de calidad comparable esperándote en el pasillo para trabajar contigo.

Una breve introducción a la Teoría de juegos

Todo el mundo tiene un estilo de negociación natural. Estos estilos tienen análogos que pueden funcionar bien o mal para lograr un resultado negociado. Es importante entender cómo ciertos estilos funcionan bien juntos, como otros chocan entre sí, y como algunos tienen ventajas innatas sobre otros.

Antes de profundizar en eso vamos a pasar un poco de tiempo con la teoría básica de juegos. La teoría de juegos es una teoría matemática que se ocupa de las estrategias para maximizar las ganancias y minimizar las pérdidas dentro de unas limitaciones prescritas, como las reglas de un juego de cartas. Se aplica ampliamente en la solución de diversos problemas de toma de decisiones como los de estrategia militar y política de empresa.

La teoría de juegos afirma que hay reglas subyacentes a situaciones que afectan a cómo se llevarán a cabo estas situaciones. Estas reglas son independientes de las personas implicadas, y predicen y modifican la manera en que los seres humanos interactúan dentro de los límites de la situación. Saber cuáles son esas reglas invisibles es de gran importancia a la hora de entrar en cualquier tipo de negociación.

El más famoso de todos los juegos es el dilema del prisionero, que habrás visto muchas veces en series de policías de la televisión. A continuación tienes su forma simple, tal y como se describe en la Enciclopedia de Filosofía de Stanford (<http://plato.stanford.edu/entries/prisoner-dilemma/>):

Tanya y Cinque han sido detenidos por robar la Caja de Ahorros Hibernia, y puestos en celdas de aislamiento separadas. Ambos se preocupan mucho más de su libertad personal que del bienestar de su cómplice. Un inteligente fiscal les hace la siguiente oferta a cada uno: «Puedes elegir entre confesar o permanecer en silencio. Si confiesas y tu cómplice calla retiraré todos los cargos contra ti y usaré tu testimonio para asegurarme de que tu cómplice esté mucho tiempo entre rejas. Del mismo modo, si tu cómplice confiesa mientras tú permaneces en silencio él saldrá libre mientras que tú irás a la cárcel. Si ambos confesáis conseguiré dos condenas, pero me encargaré de que ambos obtengáis libertad condicional anticipada. Si ambos permanecéis en silencio tendré que arreglarlo con una sentencia por posesión de armas de fuego. Si deseas confesar, debes dejar una nota al carcelero antes de mi regreso mañana por la mañana».

El clásico dilema del prisionero se puede resumir en la siguiente tabla:

Dilema del Prisionero clásico

	El prisionero B permanece en silencio	El prisionero B traiciona
El prisionero A permanece en silencio	Cada uno va a la cárcel 8 meses	Prisionero A: 12 años Prisionero B: sale libre
El prisionero A traiciona	Prisionero A: sale libre Prisionero B: 12 años	Cada uno va a la cárcel 5 años

Lo fascinante de esto es que hay una regla fundamental en este juego que demuestra por qué dos personas podrían no cooperar entre sí, incluso si claramente va en su interés hacerlo.

Si los dos prisioneros se arriesgan a cooperar permaneciendo en silencio, el resultado es el mejor, en conjunto, para los dos. Cada uno de ellos pasa ocho meses en la cárcel y se acabó. Pero el juego fuerza un comportamiento diferente. Independientemente de lo que elija cada conspirador (silencio frente a traición), cada jugador siempre recibirá una sentencia más leve por traicionar al otro. En otras palabras, no importa lo que haga la otra parte,

siempre te irá mejor delatándole.

La otra regla de este juego es que solo tiene una tirada. En otras palabras, los participantes juegan una vez y su suerte está echada. Otros juegos son multitirada. Por ejemplo, hay un montón de interesantes teorías de juegos sobre los campos de batalla. Si te encuentras en una trinchera combatiendo y nosotros estamos en otra, la teoría de juegos sugiere que no luchemos de noche, fines de semana, en días festivos y durante las comidas. ¿Por qué no? Parece lógico que, si sabemos que estás durmiendo, sea ese el mejor momento de todos para atacar.

Pues no lo es, a menos que podamos eliminarte de un solo golpe. De lo contrario, lo más probable es que nos comiences a atacar durante la cena, en vacaciones, o mientras estamos viendo *Mad Men*. Y entonces no solo seguiremos combatiendo sino que también ambos habremos perdido nuestro tiempo libre. Esta estrategia de ojo por ojo es lo que mantiene a los juegos multitirada en equilibrio. Si no te metes con nosotros durante nuestra hora de almuerzo no la liaremos durante la tuya. Y todo el mundo estará mejor. Pero si te metes con nosotros continuaremos metiéndonos contigo hasta que vuelvas a ser amable con nosotros de nuevo.

Cuando decidas a qué juego estás jugando, considera no solo que existan fuerzas que influyan en las decisiones que se toman, como pasa en el dilema del prisionero, sino también cuántas veces se tomará una decisión. ¿Esta operación es para una sola vez, o se va a repetir este juego, con lo que tendrán más importancia los precedentes y la reputación?

La negociación en el juego financiero

Una operación de capital riesgo es uno de los juegos más fáciles que hay. En primer lugar, puedes realmente llegar a un resultado en que ganen todos y donde todo el mundo acabe mucho mejor. En segundo lugar, no negocias en un vacío como el de tu hipotético compañero criminal. Por último, y más importante, esto no es un juego de una sola tirada. Por lo tanto, la reputación y el temor a represalias *ojo por ojo* hay que tenerlos realmente presentes.

Dado que VC y emprendedor tendrán que pasar mucho tiempo juntos tras la inversión, la relación continua hace que sea importante considerar la ronda de financiación como una sola negociación dentro de un juego multitirada de larga duración en el tiempo. Hacer cualquier cosa que incentive a la otra parte a tomar represalias en el futuro no es una postura ni inteligente ni racional.

Además, para la empresa de capital riesgo esta operación no es sino una de las muchas que espera completar. Por tanto, el inversor debería estar pensando sobre su reputación mucho más allá de esta interacción particular. Al ser el capital riesgo una industria madura es fácil obtener información casi perfecta de la mayoría de las empresas inversoras. Tener una reputación negativa puede ser fatal para un VC a largo plazo.

No todos los inversores de capital riesgo se dan cuenta de que cada negociación no es un juego de una sola vez en el que uno gana y el otro pierde. En general cuanto más experiencia tiene un VC mejor perspectiva tiene, pero esta falta de visión a largo plazo no se limita a los inversores *junior*. Aunque vemos más a menudo este comportamiento entre los abogados que representan a inversores y emprendedores, también lo vemos en los consejeros de las empresas. Cuando nos cruzamos con gente como esa, como mínimo les perdemos mucho respeto y de vez en cuando decidimos no hacer negocios con ellos. Ten mucho cuidado cuando te cruces con profesionales del capital riesgo que tengan una reputación o se comporten como si cada negociación fuese un torneo de un solo partido con un ganador que arrasa al que pierde.

La perspectiva del emprendedor

Una exitosa táctica de negociación es preguntar por adelantado al VC, antes de que aparezca cualquier *term sheet*, cuáles son para ellos las tres cláusulas más importantes en una ronda financiera. También tú debes saber tus tres principales deseos y ser capaz de manifestarlos. Esta conversación puede sentar las bases sobre cómo ver la negociación más adelante, y te puede ser útil cuando estés enfrascado en la misma. Si los inversores le están dando duro a un punto que no dijeron que fuese uno de los tres más importantes, es mucho más fácil llamarles la atención sobre ese hecho y decirles que ya están ganando todo o bastante en los asuntos que realmente les importaban.

La teoría de juegos es también útil en otros tipos de negociaciones que vas a tener. Por ejemplo, si decides vender tu empresa, tus conversaciones de venta podrían ser similares al dilema del prisionero que vimos antes. Las negociaciones con clientes suelen dar la sensación de ser un juego de una sola ronda, a pesar de que podrían verse como colaboraciones a largo plazo. Y los litigios casi siempre parecen un juego de una sola ronda, aún cuando las partes mantendrán una relación constante más allá de la resolución del pleito.

Recuerda, no puedes cambiar el juego en el que juegas, pero puedes percartarte de que la gente lo está jugando mal. Tener puestas las gafas de la teoría de juegos para ver al otro lado es algo muy útil.

Estilos y enfoques de negociación

Cada persona tiene un estilo natural de negociación que es a menudo la personalidad que adoptas cuando resuelves conflictos. Pocas personas tienen de verdad diferentes modos de negociación, pero eso no significa que no puedas practicar con una gama de comportamientos diferentes que dependan de la situación en la que te encuentres.

La mayoría de los buenos negociadores saben dónde están cómodos, pero también saben cómo jugar con y contra los estilos naturales de otras personas. Las siguientes son algunas de las personalidades con las que te encontrarás y cómo podrías querer trabajar mejor con ellos.

El matón (también conocido como negociador sindicalista)

El matón negocia gritando y gritando, forzando los temas y amenazando a la otra parte. La mayoría de los matones no son tan listos y no entienden en realidad lo que está en juego; más bien tratan de ganar a la fuerza. Hay dos maneras de lidiar con matones: un puñetazo en la nariz o relajarte para quitarle toda su fuerza. Si tienes que ser más matón que él, adelante. Pero si te equivocas probablemente harás que un volcán entre en erupción. A diferencia de lo que pasaba en el parque de niños, que te golpee un matón durante una negociación generalmente no duele; así que, a menos que ese sea tu estilo natural de negociación, nuestro consejo es que te relajes si tu adversario se calienta.

El tío majo (también conocido como vendedor de coches usados)

Cada vez que interactúas con esta agradable persona te sientes como si te estuviera tratando de vender algo. A menudo no estás seguro de que quieras lo que te está vendiendo. Cuando dices que no, el tío majo mostrará abiertamente su decepción o te seguirá sonriendo como hace el público en un evento de Tony Robbins. En su mundo, la vida es genial mientras aceptes sus condiciones (o compres este Chrysler Sebring del 2006). A medida que la negociación se desarrolla se hace cada vez más difícil que el tío majo se comprometa a algo. Si el vendedor de coches siempre tiene que ir a hablar con su jefe, el negociador tío majo responde regularmente con la frase «déjame considerarlo y vuelvo a contactarte». Aunque el tío majo no te grite como el matón, es a menudo frustrante que nunca obtengas una respuesta o que no parezca que progreses. Nuestro consejo es que seas claro y directo y que no te quemes, ya que los tíos majos estarían felices hablándote todo el

día. Si todo lo demás falla, no tengas miedo de meter en la salsa a un pequeño matón para que las cosas avancen.

El tecnócrata (también conocido como *protegebolsillos*)

Este es el friki técnico. Aunque no te grite como el matón, y no tengas que preguntarte si hay un ser humano detrás de la fachada como pasa con el tío majo, entrarás en un infierno de detalles sin límites. El tecnócrata tiene mil millones de problemas y lo pasa mal decidiendo qué es lo que realmente importa, ya que para él todo es importante por alguna razón. Nuestro consejo es sonreír y aguantar, y quizás jugar al *Farmville* mientras le escuchas soltar el tostón. Los tecnócratas tienden a hacer que pierdas tu enfoque durante la negociación. Asegúrate de que no te pase recordándote lo que te interesa y haciendo concesiones en otros puntos. Pero asegúrate de cubrirlos todos, ya que el tecnócrata a menudo negocia cada punto desde cero, sin tener en cuenta el toma y daca de cada parte durante la negociación.

El *parao* (también conocido como George McFly)

El *parao* aquí puede parecer ser nuestra pareja de baile perfecta, pero tiene sus propios asuntos. Nos jugamos lo que quieras a que puedes robarle la cartera fácilmente durante la negociación, pero si consigues una operación demasiado buena al final se volverá en tu contra. Y entonces llega el momento tras cerrar la operación de convivir con él en tu consejo de administración. Y con el *parao*, terminarás negociando las dos partes del acuerdo. A veces esto es más difícil de lidiar que tener a un adversario real.

El cascarrabias (también conocido como el Archie Bunker o enanito gruñón)

Con el cascarrabias todo lo que tú negocias está mal. No importa a lo que llegues, será horrible, y cada paso del camino negociador te hará sentir como si un dentista te arrancase un duro molar de la parte posterior de la boca. A diferencia del matón, el cascarrabias no grita; y a diferencia del tío majo nunca está feliz. Aunque parece que le importan demasiado los detalles, nunca estará contento con cualquier postura que tomes. El cascarrabias tampoco es un *parao*; ha sido antes cocinero que fraile y te lo recordará cada vez que pueda. En muchos sentidos, el cascarrabias es como un abuelo malhumorado. Si eres paciente, optimista y tolerante, finalmente conseguirás lo que quieras, pero nunca le contentarás porque detesta a todo el mundo.

La perspectiva del emprendedor

Se puede aprender mucho de una persona en una negociación. Este argumento debe motivarte a que negocies con todo detalle antes de firmar un *term sheet* que incluya un acuerdo de exclusividad. Si negociando tu operación te percatas de que tu potencial inversor se comporta contigo como un imbécil, posiblemente desees pensártelo dos veces antes de convertirlo en miembro de tu consejo o admitirlo en tu círculo íntimo.

Sé siempre transparente

¿Y qué pasa con el tío normal? ¿Ya sabes, la persona transparente, agradable, inteligente y sensata con la que esperas encontrarte al otro lado de la mesa? Aunque existan, todo el mundo tiene algunos estilos innatos con los que te encontrarás en tu camino negociador, sobre todo en situaciones de presión o si las negociaciones no van bien. Asegúrate de conocer tu propio estilo para que no te sorprendas a ti mismo en un repentino arrebató de furia. También podrás ver un montón de estos comportamientos en tiempo real en las reuniones del consejo, cuando las cosas no vayan tan bien como se esperaba.

Si eres capaz de tener múltiples personalidades negociadoras, ¿cuál debes favorecer? Nosotros sostenemos que en una negociación en la que te juegues tu reputación y relación personal trates de ser lo más transparente y tolerante que puedas, para dejar que la otra persona penetre en tu modo de pensar y llegue a saber quién eres en realidad. Si juegas un torneo de un solo partido, como negociar una adquisición con unos señores con los que esperas no volver a hacer negocios, haz lo que dice Al Davis: «Gana y se acabó, colega». Como pasa en el deporte, no olvides nunca que una buena táctica es cambiar de improviso tu plan de juego para mantener a los contrincantes en estado de alerta.

Negociación colaborativa frente a *amenazar con dejarlo*

De todas las preguntas que nos hacen sobre negociaciones la más común es en qué momento levantarse e irse. La presión arterial de la mayoría de la gente sube unos cuantos puntos con la idea de dejarlo, sobre todo después de haber invertido mucho tiempo y energía (especialmente energía emocional) en una negociación. Para decidir si debes dejar una negociación la clave es prepararte: saber cuál es tu punto final antes de comenzar la negociación, para convertirlo en una decisión racional y deliberada, en lugar de una decisión emocional tomada en el fragor de la batalla.

Cuando determines tu punto de retirada considera tu mejor alternativa a un

acuerdo negociado, también conocido en los círculos de las escuelas de negocios como BATNA (*best alternative to a negotiated agreement*). En concreto, ¿cuál es tu plan B si no tienes éxito en llegar a un acuerdo? La respuesta a esto varía enormemente dependiendo de las circunstancias. En una ronda de financiación, si tienes suerte, tu plan B podría ser aceptar tu segundo *term sheet* favorito de otra empresa de capital riesgo. También podría significar que tendrías que financiar tu compañía trampeando y renunciar a la ronda. Entender el BATNA es importante en cualquier negociación, como por ejemplo en una adquisición (dejarlo y seguir como empresa independiente), litigios (arbitraje frente a ir a juicio) y contratos con cliente (dejarlo en vez que quedarse atrapado en un mal negocio).

Antes de comenzar cualquier negociación asegúrate de saber cuáles son tus límites, así como los límites de cada punto clave. Si piensas en esto de antemano sabrás cuando alguien está tratando de llevarte más allá de esas líneas rojas. También suele ser evidente cuando alguien trata de fingir que hay un límite cuando en realidad no lo hay. Pocas personas son capaces de fingir verdadera convicción.

En algún punto de toda negociación te encontrarás arrinconado contra la pared o empujado a una zona más allá de donde estás dispuesto a ir. En esta situación di a la otra parte que no hay trato y abandona. Cuando lo hagas di claramente por qué lo dejas para que la otra parte pueda reconsiderar su posición. Si eres sincero al dejarlo y la otra parte está lo suficientemente interesada en llegar a un acuerdo, es probable que vuelva a la mesa en algún momento y te ofrezca algo que puedas tragar. Si no se restablece el diálogo es que el acuerdo nunca habría sido posible.

Dependiendo del tipo de persona con la que negocies, el VC será o bien sensible a tus límites o te forzará a sobrepasarlos, y ahí será donde el BATNA empezará a hacer efecto. Si esto sucede normalmente durante la negociación de tu ronda de financiación, piénsate dos veces si este es un inversor con el que desees trabajar, ya que es probable que esté jugando a un torneo de un solo partido en una relación que va a tener muchas vueltas y un montón de subidas y bajadas durante el camino.

Por último, ni se te ocurra soltar una amenaza durante una negociación si no estás dispuesto a cumplirla. Si te tiras un farol y no estás dispuesto a respaldarlo, tu posición negociadora se perderá para siempre en este acuerdo. Si oímos por 17^a vez que «esta es nuestra oferta final» sabemos que habrá otra oferta mejor si esperamos a la número 18.

Mejorando tu posición para conseguir cerrar

Además de saber de qué va el tema y cómo hacer frente a la otra parte, hay ciertas cosas que puedes hacer para aumentar tu poder de negociación. En una ronda de financiación de capital riesgo la mejor manera de ganar influencia es tener varios *term sheets* de varios inversores competidores.

Si eres tan afortunado como para tener a varias partes interesadas, esta será la única ventaja que necesitarás para cerrar un buen acuerdo. Sin embargo, es difícil lograr un equilibrio cuando se trata con varias partes a la vez. Tendrás que tener en cuenta cuestiones de transparencia y oportunidad y, si juegas tus cartas de manera incorrecta, te podrías encontrar en una situación en la que nadie quisiera trabajar contigo.

La perspectiva del emprendedor

Como dije antes, tener un sólido plan B (y un Plan C, y un Plan D...) es una de las herramientas más eficaces durante un proceso de negociación. Es útil ser razonablemente transparente sobre esto con todos tus inversores potenciales. Si bien es buena práctica guardarse cierta información, como los nombres de los otros potenciales inversores con quien estás hablando, ya que no tiene sentido permitir que dos VC puedan hablar de tu operación a tu espalda, decirle a los inversores que otros fondos tienen un interés legítimo por invertir en ti, te servirá muy bien para acelerar el proceso y mejorar el resultado final.

A los que empiezan en esto les recomendamos que presten atención a los tiempos. Lo que quieres es conducir a cada VC a que presente un *term sheet* en aproximadamente el mismo plazo de tiempo. Esta sincronización puede ser un reto, ya que habrá días incómodos en que tengas que hacer esperar a una de las partes mientras tratas de que la otra acelere el proceso. Esto es difícil de hacer, pero si puedes conseguir que dos fondos aprueben una ronda al mismo tiempo estarás en una posición mucho más potente que si solo tienes un *term sheet* en la mano para generar *term sheets* adicionales.

Una vez que hayas recibido un *term sheet* de un inversor de capital riesgo puedes usarlo para motivar a la acción a otros inversores, pero tienes que ser sutil para no pasar la línea entre decir mucho y ser demasiado reservado. Nos gusta cuando los emprendedores son directos, nos dicen que tienen otros intereses, y nos hacen saber en qué parte del proceso están. Nunca les pedimos ver sus otros *term sheets*, y te recomendamos que no se los enseñes nunca a otros inversores. Más importante aún, nunca debes revelar con quién estás hablando, ya que uno de los primeros correos que los inversores envían después de enterarse de que hay otros interesados en una operación suelen tener frases como «Hey, he oído que estáis interesado en invertir en X. ¿Queréis compartir información?». Al final probablemente no tendrás a dos

VC compitiendo, ya que ahora comentarán entre ellos de la operación y en muchos casos podrían llegar a un acuerdo. La excepción, por supuesto, es cuando tú quieres que se unan y se agrupen en un *syndicate*.

Al final, si tienes varios *term sheets*, la mayoría de las cláusulas de la operación irán en la misma dirección (generalmente la favorable al emprendedor), y las únicas cosas que de verdad negociarás serán la valoración y el control del consejo. Puedes indicar claramente cuáles son tus otras opciones. Independientemente de lo que hagas, no firmes un *term sheet* y luego cambies de opinión al día siguiente. El ecosistema de las *startups* es pequeño y todo se termina sabiendo rápidamente. La reputación es importante.

Otra estrategia que puede ayudarte a ganar ventaja es «anclar» ciertos términos. Anclar significa escoger unos pocos puntos, decir a la claras lo que quieres, y luego defenderlos a muerte. Si te anclas en posiciones que sean razonables, sin dejar de tener un poco de flexibilidad que ofrecer en la negociación, es probable que te aproximes a lo que quieras, siempre y cuando estés dispuesto a terminar renunciado a otros puntos que no sean tan importantes para ti.

Aunque debes tratar de llevar el ritmo de la negociación, hazlo solo después de que la empresa de capital riesgo haya presentado el primer *term sheet*. **Nunca entregues un *term sheet* a un VC, sobre todo con una valoración establecida**, ya que si lo haces te habrás puesto a ti mismo un tope a la cantidad que podrías esperar conseguir en la operación. Siempre estarás en una posición de más fuerza reaccionando ante lo que un inversor te ofrezca, especialmente cuando tengas múltiples opciones. En cambio, una vez que hayas recibido un *term sheet*, debes trabajar duro para controlar el ritmo de la negociación posterior.

Al igual que en cualquier tipo de negociación, alimentar el ego de la otra parte sirve de ayuda. Entérate de lo que quieren oír los otros y trata de complacerlos. La gente tiende a ser recíproca con los buenos detalles. Por ejemplo, si tratas con tecnócratas involúcralos en profundidad en algunos puntos del acuerdo, aunque esos puntos no te importen, así se sentirán felices y te verán como si tú estuvieras jugando a su juego.

Cuando estés dirigiendo la negociación te recomendamos encarecidamente que tengas una estrategia sobre el orden en que abordarás los puntos. Tus opciones son hacerles frente o en el orden en que aparecen en el *term sheet* o en algún otro orden aleatorio que elijas. En general, según te conviertas en un negociador experto, ir en orden es más eficaz ya que no revelarás qué asuntos

te son más importantes. A menudo los negociadores experimentados tratarán de llegar a un acuerdo punto por punto para evitar que la otra parte mire holísticamente al proceso y determine si se está alcanzando un trato justo. Esta estrategia solo funciona realmente si tienes mucha experiencia, y se te puede volver en tu contra si la otra parte es más experta y toma control de la discusión. En lugar de estar en el lado que cede de una estrategia de *divide y vencerás*, estarás en el lado que recibe una estrategia de *muerte por mil heridas*.

A menos que seas un negociador muy experimentado te sugerimos que empieces con un orden en el que haya algunos puntos importantes que creas que puedes llegar al sí rápidamente. De esta manera ambas partes se sentirán bien porque estarán progresando hacia un acuerdo. Quizás sean las preferencias de liquidación o la asignación del plan de opciones sobre acciones. Luego métete en las minucias. La valoración es, probablemente, el último tema que tratar, ya que lo más probable es que cierres otras cláusulas pero que tengas que darle varias vueltas a la discusión sobre la valoración. Es completamente normal que algunas cláusulas lleven más trabajo que a otras.

Qué no hacer

Hay algunas cosas que nunca querrás hacer cuando negocies la financiación de tu empresa. Como dijimos antes, no muestres tu *term sheet* a un inversor. Además de señalar tu falta de experiencia, no le sacarás partido a jugar la mano primero ya que no tienes ni idea de lo que la empresa de capital riesgo te iba a ofrecer. Los resultados probables son o que termines en un lugar peor del que el VC te habría ofrecido o que te empeñes en poner cláusulas estúpidas que te hagan parecer un novato. Si tu potencial socio financiero te ofrece que tú propongas las cláusulas, ten cuidado, ya que esto indica que estás hablando o con un inversor no profesional o con un profesional bastante vago.

La perspectiva del emprendedor

Nunca seas el primero en hacer una propuesta. No hay razón para ello, a menos que tengas otra concreta sobre la mesa. ¿Por qué correr el riesgo de apuntar demasiado bajo?

A continuación, asegúrate de saber cuándo hablar y cuándo escuchar. Si solo vas a acordarte de una sola cosa de esta sección, recuerda esto: no perderás en ningún punto del acuerdo si no abres la boca. Escuchar te da más información de la otra parte, entre ellas tus ventajas sobre ellos (por ejemplo, ¿tienen que entrenar al fútbol a un equipo infantil dentro de una hora?) y los estilos de

negociación con los que se sienten más cómodos.

La perspectiva del emprendedor

Como dice el refrán, hay una razón por la que tienes dos oídos y una boca. Cuando estés negociando trata de escuchar más de lo que hablas, sobre todo al principio.

Si la otra parte está controlando la negociación, no trates los puntos del acuerdo en el mismo orden en que aparecen en la documentación legal. Esto es válido para todas las negociaciones, no solo en las financieras. Si permites que alguien haga frente a cada punto y trate de cerrarlo antes de pasar al siguiente te perderás la visión en conjunto del acuerdo. Aunque veas que cada asunto se resuelve razonablemente, cuando reflexiones sobre la operación en su totalidad podrías llevarte un disgusto. Si una parte te obliga a trabajar así no cedas en nada. Escucha y deja que la otra parte sepa que tú considerarás tu postura una vez que hayas escuchado todos sus comentarios al documento. Muchos abogados están formados precisamente para hacer eso: matarte poco a poco, punto por punto.

Una gran cantidad de personas acuden a los mismos argumentos una y otra vez a la hora de negociar. La gente que negocia con regularidad, entre ellos muchos abogados e inversores de capital riesgo, tratan de convencer a la otra parte diciendo «es así porque así son las condiciones del mercado». Nos encanta escuchar el argumento del mercado porque entonces sabemos que nuestro interlocutor es un negociador débil. Afirmar que «así son las condiciones del mercado» es como cuando tus padres te decían «porque lo digo yo» y tú respondías «pero si lo está haciendo todo el mundo...». Estas son tácticas de negociación tan elementales que deberías haberlas dejado en el momento en que te fuiste a la universidad.

En el mundo de las rondas financieras escucharás esto una y otra vez. En lugar de frustrarte, reconoce que no se trata de un argumento de peso ya que el concepto de condiciones de mercado no justifica por sí solo una postura negociadora. Explora por qué la situación del mercado te aplica a ti. En muchos casos la otra parte no será capaz de justificarlo y, si no pueden utilizar argumento alguno, estarás inmediatamente en una posición negociadora mucho mejor.

La perspectiva del emprendedor

Es importante comprender las condiciones del mercado y si estas aplican a tu situación. Puedes obtener rápidamente información sobre esto hablando con otros emprendedores que estén en situaciones similares. Recuerda que solo harás unas pocas de estas operaciones a lo largo de tu vida, mientras que los VC las hacen para ganarse la vida. Entérate de cómo está realmente el mercado y serás capaz de responder al comentario de que «son las condiciones del mercado» con hechos en vez de con

Por último, nunca asumas que la otra parte tiene el mismo código ético que tú. Esto no es un comentario contra inversores o abogados; más bien, es un comentario sobre la vida y se refiere a cualquier tipo de negociación en la que te involucres. Todo el mundo tiene un código ético aceptable diferente, y este puede cambiar dependiendo del contexto de las negociaciones. Por ejemplo, si fueras a mentir sobre el estado actual de un cliente clave a un posible inversor de capital riesgo y te pillan antes de que se cierre el trato, lo más probable es que tu operación se vaya al garete. O tal vez se cierre la operación pero te despedirían poco después y lo más probable es que algunos de tus colegas de la industria se enterasen de ello. Consecuentemente, ambas partes (inversores y emprendedores) tienen una sólida motivación para comportarse éticamente durante una ronda. Ten en cuenta que esto contrasta directamente con el comportamiento de la mayoría de la gente, al menos entre abogados en el contexto de un litigio donde las mentiras y medias verdades son una parte aceptable del juego. Independientemente del contexto específico de negociación asegúrate de saber el código ético de la parte con la que estás negociando.

Grandes abogados, frente a malos abogados, frente a ningún abogado

Por mucho que creas saber, o por mucho que hayas leído, contrata a un gran abogado. En muchos casos tú serás la persona más inexperta de la mesa de negociaciones. Los VC se ganan la vida negociando, y un gran abogado de tu parte ayuda a equilibrar las cosas. Cuando lo elijas asegúrate de que entiende no solo la mecánica de una operación de capital riesgo, sino también que tenga un estilo con el que te guste trabajar y con el que te sientas cómodo. No podemos insistir más en este último punto, tu abogado será tu reflejo, y si eliges a uno inexperto, ineficaz o inconsciente, su mala imagen se reflejará en ti y reducirá tu credibilidad negociadora.

Escoge pues a un gran abogado, pero asegúrate de saber lo que significa *gran*. Pregunta a varios emprendedores a quienes respetes a quién contratan ellos. Comprueba en tu comunidad emprendedora local qué abogados tienen las mejores reputaciones. No limites tu exploración a tarifas, capacidad de respuesta, e intelecto, comprueba también su estilo y cómo resolvieron negociaciones conflictivas. Además, es completamente aceptable preguntar a la propia firma de capital riesgo con la que has de negociar, antes y después

de la ronda de financiación, lo que piensa de tu abogado.

La perspectiva del emprendedor

Elegir a un buen abogado no significa contratar a un abogado caro de un despacho que conozca o recomiende tu VC. A menudo para las *startups* ir a un bufete de primer nivel significa tratar con un abogado de segunda o muy joven, no muy bien supervisado, y con tarifas altas. Puedes contratar a un despacho más pequeño con tarifas más bajas y con la máxima atención de un socio; pero asegúrate de hacer los deberes sobre ellos, entérate si tienen experiencia tratando con operaciones de capital riesgo y consigue referencias, incluso de los inversores con los que hayan negociado en el pasado.

¿Puedes convertir una mala operación en una buena?

Digamos que te equivocas y negocias una mala operación. Tenías solo un *term sheet*, el inversor era una mezcla de matón y tecnócrata, y ahora te encuentras atrapado en unas cláusulas que no te gustan. ¿Deberías pasar todo tu tiempo deprimido? No, hay un montón de maneras de arreglar las cosas después de que pasen; son soluciones en las que no piensan la mayoría de los emprendedores.

En primer lugar, hasta que haya una salida, ya sea una venta o una OPV (IPO), la mayoría de las cláusulas no importan tanto. Pero lo que es más importante, si te planteas levantar otra ronda de financiación dirigida por un nuevo inversor, tienes un potencial aliado a la hora de limpiar las cosas que negociaste mal en la primera inversión. El nuevo VC estará motivado para asegurarse de que tu equipo y tú estéis satisfechos (suponiendo que la empresa lo esté haciendo bien), y si hablas con tu potencial nuevo socio financiero sobre los temas que te preocupan, en muchos casos el nuevo inversor se concentrará en tratar de volver a ponerlos en equilibrio en la nueva ronda.

En el caso de que no haya una nueva firma de capital riesgo dirigiendo la siguiente ronda, todavía tienes la opción de sentarte con tus inversores actuales después de haber pasado un tiempo llevando la empresa juntos (de nuevo, asumimos que las cosas van bien). Hemos estado involucrados en numerosos casos en los que estas han sido conversaciones muy constructivas que terminaron en modificaciones de cláusulas para hacerlas más favorables al emprendedor.

Finalmente, puedes esperar hasta la salida y hacer frente a tus problemas entonces. La mayoría de las negociaciones de venta se enfocan fuertemente en retener al equipo de gestión que seguirá adelante, y con frecuencia hay casos en que se reasignan parte de los importes de los inversores al equipo

gestor. El estilo de tus VC afectará a cómo esto se lleve a cabo. Si consideran la negociación como un juego de una sola ronda y no les importa lo que vaya a pasar una vez cerrado el acuerdo, serán inflexibles. Sin embargo, si quieren estar en condiciones de invertiros de nuevo en el futuro, tendrán una visión de arriba a abajo de la situación y estarán dispuestos a trabajar haciendo modificaciones a las cláusulas de la operación para reasignar algunas retribuciones a gerencia y empleados, especialmente en una situación de retención del equipo para el comprador.

Hay que darse cuenta con todo de que este proceder afecta en ambas direcciones: muchos compradores están a favor de reducir los derechos económicos a favor del emprendedor. Recuerda que como emprendedor firmaste el acuerdo que tienes actualmente con tus inversores, y tienes una responsabilidad con ellos igual que ellos contigo. Si terminas aliándote con tu comprador para jugar un torneo de un solo partido con tus inversores correrás el riesgo de hacer saltar por los aires la adquisición y tu relación con tus inversores. Por tanto sé considerado, justo y abierto con tus inversores sobre los incentivos y los temas relacionados.

La perspectiva del emprendedor

Tener un enfoque abierto y colaborativo con tu inversor de capital riesgo en el contexto de una operación de venta de la empresa puede sonar un poco como el juego de la gallina, pero puede funcionar. Ser claro con tus inversores sobre lo que es importante para tu equipo y para ti desde el principio de la negociación puede ayudar a establecer una base sobre la que tus inversores y tú trabajéis juntos con el fin de conseguir la estructura más adecuada para la operación, especialmente cuando el comprador esté tratando de enfrentaros. Una negociación en estado de abundancia es mucho más fácil que una en estado de escasez.

Por nuestra experiencia, el ser abierto en estas situaciones, tanto por parte del emprendedor como del inversor, se traduce generalmente en resultados mucho mejores. Ya es bastante difícil ser parte de una negociación, y mucho más de una en la que haya múltiples partes con propósitos enfrentados (por ejemplo, comprador, emprendedor e inversores). Siempre animamos a los emprendedores y a sus inversores de capital riesgo a mantenerse centrados en hacer lo correcto para todos los accionistas dentro del contexto de la oferta que haya y, como consecuencia, a que sigan trabajando constructivamente por resolver cualquier problema, sobre todo si una de las partes no se había quedado contenta con el lugar en el que le habían dejado los acuerdos previos.

11. Conseguir dinero de la manera correcta

Aunque la mayor parte de la gente se pregunta «¿qué debo hacer?» cuando quiere financiarse con capital riesgo, también hay algunas cosas que *no* se deben hacer. Hacer cualquiera de las que siguen te hará parecer un novato en el mejor de los casos (lo que está bien, todos hemos sido novatos alguna vez, pero no queremos que nos vean así), y en el peor de ellos acabará con cualquier posibilidad de que te financie el VC con el que acabas de contactar. Te recomendamos que evites hacer lo que explicamos a continuación cuando estés pidiendo dinero a inversores de capital riesgo.

No pidas un acuerdo de confidencialidad

No pidas a una entidad de capital riesgo que te firme un acuerdo de confidencialidad (*nondisclosure agreement* o NDA). Aunque la mayoría de los inversores respetarán lo única que es tu idea, innovación o empresa para ti, probablemente habrán visto cosas parecidas en la gran cantidad de planes de negocio que reciben. Si le firmasen un acuerdo de confidencialidad a cualquier empresa probablemente se meterían en problemas si terminasen financiando a una compañía que tú considerases competidora. Un NDA también impediría que un VC pudiese hablar con otros inversores sobre tu compañía, incluso con aquellos que podrían coinvertir en tu operación.

Por otro lado, que no te dé miedo aproximarte con tu idea a una entidad de capital riesgo de buena reputación sin un acuerdo de confidencialidad. La industria es pequeña, y mucho no iba a durar si los VC divulgasen sin venir a cuento los conocimientos de otras personas. Y no pienses que los inversores te van robar tu idea para lanzar una empresa, ya que en la mayoría de los casos este riesgo queda anulado por temas de reputación y por el poco tiempo del que disponen los VC. Aunque sea posible que de vez en cuando te cruces con alguien malo, haz tus deberes y normalmente todo debería ir bien.

No bombardees a los inversores con correos

Puede que no conozcas personalmente a los inversores, pero el camino para llegar a conocerlos no es comprando una lista de correo y enviándoles *spam*

personalizado. Ni tampoco es bueno contratar a un asesor de inversiones que haga lo mismo. Los VC saben distinguir un *pitch* personal del *spam*, y no sabemos de ningún inversor de capital riesgo que reaccione bien al *spam*.

El *spam* es para vagos. Si no te tomas tu tiempo en considerar quién debería realmente ser un buen socio financiero, ¿qué dice ello sobre tu gestión del resto de la empresa? Si deseas ponerte en contacto con nosotros envíanos un correo electrónico, pero personalízanoslo.

No a menudo significa no

Aunque la mayoría de los inversores de capital riesgo valoran la persistencia, cuando dicen que no están interesados generalmente quieren decir eso. No te estamos pidiendo que lo vuelvas a intentar. Podríamos decir que no porque tu idea no nos parece personalmente interesante, no se ajusta a nuestros enfoques actuales de inversión, o creemos que es una mala idea; o simplemente estamos demasiado ocupados. Algo que debes saber es que si te decimos que no, no significa que tu idea sea estúpida, solo que no es para nosotros.

No pidas que te remitan a otro si te dicen que no

Las firmas de capital riesgo reciben una gran cantidad de correo de emprendedores (y de banqueros y de abogados) ofreciéndoles nuevas inversiones. En nuestra firma procuramos leerlos todos y siempre tratamos de responder en un día. Decimos que no a la mayoría de ellos, pero estamos contentos de recibirlos (y te animamos, querido lector, a que nos envíes un correo en cualquier momento).

Cuando decimos que *no* procuramos hacerlo rápido y claro. Tratamos de dar una explicación, aunque no pretendemos ni discutir ni debatir nuestras razones. Estamos seguros de que muchas de las cosas a las que decimos que *no* conseguirán financiación, y algunas empresas se convertirán en un éxito increíble. Nos parece estupendo, así que aunque te digamos que *no* continuaremos animándote.

No obstante, si te decimos que *no*, por favor no nos respondas pidiéndonos que te presentemos a alguien de nuestra parte. No querrás de verdad que lo hagamos aunque no te des cuenta de ello. Si te remitimos a otra persona, de algún modo te estamos recomendando implícitamente. Al mismo tiempo te habíamos dicho que no estábamos interesados en explorar la financiación de

tu operación. Estos dos hechos están en conflicto entre sí. La persona a la que te refiramos nos preguntará inmediatamente si nosotros estamos interesados en financiar tu negocio. Eso nos dejaría en la extraña situación de estar recomendándote implícitamente por un lado, mientras que por el otro te rechazamos. Así no nos sentimos cómodos, y tampoco te sirve a ti de nada, ya que la probabilidad de que te tome en serio la persona a la que te acabamos de referir es realmente baja. ¡De hecho tendrías más posibilidades si nosotros no estamos implicados desde el principio!

La perspectiva del emprendedor

Hay una excepción a que no sea adecuado pedir que te remitan a otro. Si tienes una relación personal con el VC (es decir, no has hecho una petición a puerta fría) pregunta por qué ha respondido que no. Si la respuesta va más sobre temas de la entidad de capital riesgo que sobre tu propia compañía (por ejemplo: «eres demasiado pequeño para nosotros» o «una de nuestras empresas en cartera sería competencia tuya»), entonces puedes pedir que te remitan a otra entidad inversora en la que podrías encajar mejor. Con todo sé respetuoso aquí: si el VC no quiere remitirte a nadie, no insistas.

En algún universo paralelo alguien nos entrenó (probablemente en «primero de *networking*» o en un seminario de Zig Ziglar) para que siempre «pidiésemos algo» cuando nos dijeran que *no* (para, por ejemplo, prolongar la conversación, obtener una referencia, o probar con una cuestión diferente). Sin embargo hay ocasiones en la que esto es inútil, sobre todo para ti.

No seas el *Fundador solitario*

Con excepciones aisladas, la mayoría de los emprendedores tendrán pocas posibilidades de conseguir dinero a menos que tengan un equipo. Un equipo puede ser un equipo de dos, pero lo que está claro es que un emprendedor aislado buscando una ronda de financiación puede ser interpretado como una señal de alarma.

En primer lugar, nadie puede hacerlo todo. No he conocido a nadie que sea capaz de absolutamente todo, desde la visión del producto a ejecutar un plan de desarrollo, ingeniería, *marketing*, ventas, operaciones, y así sucesivamente. Existen muchísimas tareas críticas necesarias para lanzar con éxito una empresa. Serás mucho más feliz si tienes a un socio que terespalde.

En segundo lugar, no es una buena señal que no puedas conseguir que otros se entusiasmen con tu proyecto. Ya es bastante difícil conseguir que las entidades de capital riesgo firmen cheques para financiar tu empresa; si eres incapaz de reclutar a otras personas con tu misma pasión y convicciones para que sean miembros de tu equipo, será una señal de advertencia para

cualquiera que quiera financiar tu empresa.

Por último, si no tienes un equipo, ¿en qué está invirtiendo el VC? A menudo el equipo que ejecuta la idea es más importante que la idea en sí. La mayoría de los inversores de capital riesgo te dirán que han hecho dinero con ideas B y equipos A, pero que muchas ideas A se fueron a la basura por un equipo deficiente.

La única excepción a esto sería un emprendedor que repite. Si un fondo de capital riesgo ha tenido antes una buena experiencia con un emprendedor, y cree que tras la operación puede construir un equipo sólido, entonces esa persona sí tiene una oportunidad de obtener financiación como *fundador solitario*.

No exageres con las patentes

No confíes en las patentes. Vemos a una gran cantidad de emprendedores que sostienen la práctica valoración de su compañía en su estrategia de patentes. Si estás en la industria de la biotecnología o de los dispositivos médicos esto podría ser apropiado. Cuando trabajas en *software* debes saber que las patentes son, en el mejor de los casos, armas defensivas contra los que vendrán después de ti. Crear con éxito una empresa de *software* se trata, en nuestra opinión, de tener una gran idea y ejecutarla bien, no de tener patentes.

De hecho es nuestro deseo que no existan patentes ni para métodos de negocios ni para *software* (hemos hecho mucho ruido sobre esto en nuestros blogs personales www.jasonmendelson.com y www.feld.com), así que si piensas que apoyándote en tu cartera de patentes nos vas a convencer para que invirtamos en tu empresa de *software* estás muy equivocado. En vez de eso solo nos demostrarás que no hiciste los deberes de investigarnos como inversores, y que no entiendes lo que realmente vale una patente frente a un equipazo directivo más unos increíbles ingenieros de *software* trabajándose una gran idea.

12. Cuestiones a tener en cuenta en diferentes etapas de financiación

No todas las rondas de financiación son iguales. Esto es especialmente cierto cuando se tienen en cuenta las diferentes etapas por las que tu empresa va a evolucionar a lo largo de su vida. La ronda correspondiente a cada etapa — semilla (*seed*), temprana (*early*), media (*mid*), y avanzada (*later stage*)— tiene diferentes cuestiones clave en las que enfocarse.

Operaciones semilla (*seed*)

Aunque las operaciones semilla tengan el coste legal más bajo, y por lo general tengan las negociaciones menos conflictivas, también son las más propensas a producir errores. Teniendo en cuenta lo importantes que son los precedentes en las futuras rondas financieras, si llegas a malos acuerdos en alguna cláusula específica, podrías verte atrapado en ella por el resto de la vida de tu empresa. Irónicamente, hemos visto más casos en los que un emprendedor ha firmado una operación demasiado buena en lugar de una mala.

¿Qué hay de malo en conseguir unas buenas condiciones? Pues que si luego no puedes respaldarlas con el rendimiento de tu empresa cuando comiences la siguiente ronda, te podrías encontrar en una situación complicada con tu inversor inicial. Por ejemplo, supongamos que tienes éxito en conseguir una valoración significativamente superior a la que tu negocio ahora mismo está. Si tu próxima ronda no se hace por una valoración más alta diluirás a tus accionistas originales, precisamente los que más se arriesgaron por financiarte durante la etapa de semilla. O les compensas de algún modo o peor aún, podrían bloquear la nueva ronda. Esto es especialmente cierto en los casos en que los inversores semilla eran poco sofisticados y esperaban que, pasara lo que pasara, la siguiente ronda fuera a ser a un precio más alto.

Operaciones en etapas tempranas (*early stage*)

Como sucede con las operaciones semilla, los precedentes son importantes en las operaciones en etapas tempranas. Nuestra experiencia nos dice que los

acuerdos que hubieras alcanzando en tu primera ronda de capital riesgo se trasladarán a todas las futuras rondas. Un elemento que te podría atormentar para siempre es la liquidación preferente. Si bien puede no parecer gran cosa estar de acuerdo en que existan acciones con derechos preferentes y liquidación preferente participativa, visto que la mayoría de las rondas *early stage* no son de importes relevantes, si te planteas empezar algún día una ronda más grande esa cláusula de liquidación preferente participativa podría reducir drásticamente el retorno de los accionistas ordinarios.

Otras cláusulas a las que prestar atención extra en etapas tempranas son las de protección. Tienes que tratar de unificarlas todas para que sus disposiciones sean votadas por todos los accionistas preferentes juntos, independientemente de su serie. Si en tu segunda ronda financiera no avanzas debido al enfrentamiento entre dos tipos de votos con disposiciones de protección separadas, lo más probable es que estés atrapado en una estructura que otorga a cada serie de acciones un voto separado y, por consiguiente, derechos de bloqueo separados. Manejar esto es una verdadera tortura cuando tienes a múltiples inversores líderes en múltiples rondas de financiación, y cada uno de ellos con sus propias motivaciones.

Operaciones en etapas medias y avanzadas (*mid and late stages*)

Las operaciones en etapas medias y avanzadas tienden a tener dos problemas difíciles: control del consejo y de las votaciones. Los problemas de control de voto que existen en las operaciones en etapas iniciales se amplifican, al mismo tiempo que luchas por mantener el control de un consejo de administración en el que el inversor principal de cada nueva ronda desea tener asiento propio. O aumentas el tamaño del consejo a siete, nueve o más personas (lo que por lo general significa el fin de un consejo que funcione bien) o lo más probable es que el consejo quede dominado por los inversores. Si tus inversores se portan bien esto podría no ser un problema, pero aún así tendrías que servir un montón de comida en las reuniones del consejo.

Aquí no hay necesariamente una buena respuesta. A menos que tengas una operación muy caliente y un enorme poder de negociación, lo más probable es que tengas que conceder un asiento del consejo a cada uno de los inversores principales de cada ronda. Si consigues capital en sucesivas rondas, a menos que te hayas trabajado mucho su gestión desde el principio, tu consejo probablemente se ampliará y en muchos casos los fundadores perderán el control del mismo.

La perspectiva del emprendedor

Hay maneras de mitigar los problemas relacionados con el control del consejo y las votaciones, como poner un límite (desde el principio) en el número o porcentaje de miembros que puedan ser inversores de capital riesgo frente a otro tipo de miembros, ofrecer de manera preventiva derecho a asistir al consejo como observador a cualquier miembro que pudiera ser destronado, o establecer en el consejo un comité ejecutivo que pueda reunirse cuando y donde quieras.

Lo último que considerar es la valoración. Al igual que hemos visto en las operaciones semilla, han habido algunas operaciones que han sido demasiado buenas y que han obligado a los VC a aguantar y esperar un precio de salida enorme. Al final, por haber reunido dinero a una valoración tan alta, los emprendedores perdieron la posibilidad de vender la empresa a un precio al que se habrían sentido felices, impedidos por unos inversores deseosos de ver una creación de valor equivalente al precio tan alto que habían pagado.

Otros enfoques en operaciones en etapas tempranas

Hemos pasado una gran parte de nuestro tiempo haciendo clásicas rondas de financiación con acciones preferentes, pero hay otras opciones. En los últimos años hemos visto la proliferación de *term sheets* semilla preferentes (*seed preferred*) o ligeramente preferentes / preferentes *light* (*light preferred*), así como el uso de deuda convertible en operaciones semilla y en fases iniciales.

En una operación semilla preferente o ligeramente preferente/preferente *light* las partes están de acuerdo en que se emita una clase de acciones preferentes que no tengan todas las protecciones y derechos de los típicos accionistas preferentes. ¿Por qué aceptarían esto los inversores? Bueno, para empezar la empresa podría estar consiguiendo dinero de *business angels* que no exigen condiciones como un asiento en el consejo o cláusulas de protección. De hecho podría no ser apropiado, dado su compromiso financiero, que estos inversores tuvieran dichos derechos.

13. Carta de intenciones (LOI): el otro *term sheet*

Hay otro tipo de *term sheet* que es importante en la vida de un emprendedor: el acuerdo de intenciones (*Letter of intent* o LOI). Con suerte la recibirás un día de un comprador potencial que te llevará hacia la fama, la riqueza y la felicidad. O que al menos te hará tener una nueva tarjeta de visita en papel de mayor gramaje.

Normalmente el primer paso formal por parte de una empresa que desea adquirir la tuya es emitir un acuerdo de intenciones o LOI. Este documento, a veces encantador y generalmente no vinculante (excepto para temas como un acuerdo de exclusividad) también es conocido como *Indicación de Interés* (*indication of interest* o IOI), *Memorando de Entendimiento* (*memorandum of understanding* o MOU), e incluso de vez en cuando como *termsheet*.

Igual que con nuestro amigo el *term sheet*, hay algunas cláusulas que importan mucho y otras que no importan tanto. De nuevo hay un montón de palabras misteriosas con las que los expertos en operaciones de fusiones y adquisiciones (*mergers and acquisitions, M&A*) saben sazonar una operación para poder decir más tarde «pero X implica Y», lo que a menudo resulta en largas discusiones entre abogados. Hemos tenido acuerdos de intenciones que se han cerrado en un par de horas y otros que han llevado varios meses hasta lograr firmarlos. Como en cualquier negociación, la experiencia, el conocimiento, y el esfuerzo por comprender al otro importan y mucho. Negociar un acuerdo de intenciones suele ser un primer contacto con el estilo de negociación que experimentarás por la otra parte.

Para hacer las cosas fáciles nos vamos a centrar en explicar el caso típico de una transacción entre dos partes con un comprador y un vendedor, transacción a la que nos referiremos como una adquisición. Como con muchas cosas en la vida a menudo hay transacciones más complejas, con tres o más partes implicadas, pero las dejaremos para otro libro.

Para el momento en que el comprador presenta al vendedor un acuerdo de intenciones ya han tenido lugar reuniones, debates, cenas, botellas caras de vino, un montón de conferencias telefónicas, y alguna discusión puntual. Aún así, comprador y vendedor se siguen cortejando, con lo que tienden a comportarse lo mejor que saben. El acuerdo de intenciones es habitualmente la primera negociación real y el elemento que realmente rompe el hielo para

iniciar la relación.

En otros tiempos, cuando se presentó el primer acuerdo de intenciones, alguien elaboró un párrafo introductorio que comenzaba más o menos así:

Estimado Sr. Director General de la Empresa Vendedora:

Hemos disfrutado mucho de nuestras conversaciones hasta la fecha y es un honor presentarles a ustedes este acuerdo de intenciones para adquirir [Compañía del Vendedor]. Esperamos entrar en negociaciones serias durante los próximos meses y alcanzar un acuerdo para adquirir su empresa. Nos gustaría darle las gracias por considerar nuestra propuesta, que es la siguiente:

Aunque cada empresa tiene su propio estilo, la mayoría de los acuerdos de intenciones comienzan con alguna variación de este párrafo modelo. Y por supuesto que encontrarás más adelante algún término que indique que casi todo lo incluido en el acuerdo de intenciones no es vinculante, entre ello aparentar cortesía como parte de la negociación.

Estructura de una operación

Al igual que con las rondas de financiación, apenas realmente importan un par de cosas: en este caso son el precio y la estructura. Como la primera pregunta que normalmente hace cualquier persona involucrada en una operación es «¿cuál es el precio?», vamos a empezar por ahí.

A diferencia de una operación de capital riesgo, en la que el precio suele ser bastante fácil de entender, averiguar el precio en una adquisición puede ser más complicado. Generalmente suele flotar un número durante las primeras discusiones, pero este no es realmente el verdadero precio, ya que hay una gran cantidad de factores que pueden afectar y generalmente afectan al precio definitivo de la operación en el momento en que las negociaciones terminan y se cierra el acuerdo. Por lo general, es una apuesta segura considerar que el número fácil de leer de la primera página del acuerdo de intenciones es el precio de compra en el mejor escenario. A continuación se presenta un ejemplo de lo que se puede ver en un típico acuerdo de intenciones.

Precio de Compra / Consideración: Se pagarán 100 millones de dólares en efectivo al momento del cierre, 15 millones de los cuales estarán sujetos a las condiciones de las disposiciones del depósito de garantía (*escrow*) descritas en el párrafo 3 de este Acuerdo de Intenciones. Un fondo de maniobra de no menos de 1 millón de dólares se entregará al cierre. Cuarenta millones de dólares en efectivo serán objeto de un ajuste de pago aplazado (*earnout*), y 10 millones de dólares en efectivo se destinarán a una reserva de acciones para retener e incentivar a los directivos. El comprador no asumirá la existencia de opciones pendientes para adquirir acciones ordinarias de la compañía, y las opciones para adquirir acciones ordinarias de la compañía no ejercidas antes del cierre se darán por anuladas a partir del mismo. Los *warrants* de compra de acciones del capital social de la Compañía no ejercidos antes del cierre se darán por anulados a partir de dicho cierre.

Antes de redactarse este párrafo es probable que un número de alrededor de 150 millones se discutiera como precio de compra. Lo primero que salta a la vista es la referencia a 15 millones de dólares en *escrow*. El *escrow* o fianza o depósito de garantía (también conocido como retención o *holdback*) es un dinero que el comprador retiene por un período de tiempo hasta que se satisfacen todos los asuntos que puedan surgir tras la operación y que no hubieran sido dados a conocer en el acuerdo de compra. En algunos acuerdos de intenciones hemos visto amplios detalles en los que se explica cada disposición del depósito de garantía, entre ellas el porcentaje de retención, su duración en el tiempo, y las excepciones (*carve-outs*) del acuerdo de indemnización. En otros casos se menciona que «se aplicarán los cláusulas estándar de indemnización y de depósito de garantía». Hablaremos más tarde sobre las cláusulas del depósito de garantía (es decir, tendrás que esperar hasta el «párrafo 3»), pero se pueden decir dos cosas con seguridad: primero, no existe nada parecido a unas cláusulas estándar, y segundo, sea cual sea el acuerdo de depósito de garantía este reducirá el precio real de compra en caso de que se presente cualquier reclamación para que lo cubra. Así que está claro que la cantidad de dinero y las disposiciones incluidas en las cláusulas del depósito de garantía y de indemnización son muy importantes.

A continuación el texto hace referencia a 1 millón de dólares de fondo de maniobra. Aunque no parezca mucho sigue siendo 1 millón de dólares. Muchas empresas jóvenes terminan con un fondo de maniobra negativo al cierre de la operación (el fondo de maniobra es el activo circulante menos el pasivo circulante) debido a su deuda, ingresos diferidos, reservas de garantía, regularizaciones de inventario, y los gastos y comisiones asociados con la venta. Como resultado, estos ajustes del fondo de maniobra reducen directamente el precio de compra si al cierre (o a otra determinada fecha después del cierre) el fondo de maniobra del vendedor es inferior a una cantidad acordada. Tienes que asumir que, a menos que el umbral del fondo de maniobra esté en una situación en la que la empresa cumpla con claridad y certeza este requisito, determinarlo será una batalla que podría tener un impacto real en el precio de la compra. En algunas ocasiones esto podría favorecer al vendedor, pues se incrementaría el valor de la operación si el vendedor tuviera más fondo de maniobra en el balance que el exigido por el comprador, pero esto pasaría únicamente si la cláusula del fondo de maniobra afectase a ambas partes (lo que no pasa en este ejemplo).

Si bien los ajustes de pago (*earn-out*) suenan como un mecanismo para subir el precio, nuestra experiencia nos dice que son por lo general una herramienta que permite al comprador pagar menos al cerrar la operación, y solo pagar la

cantidad total si ciertas condiciones se cumplen en el futuro. En nuestro ejemplo el comprador sugirió que estaba dispuesto a pagar 150 millones, pero en realidad está pagando 100 millones, con 40 millones de dólares de la operación sujetos a un *earn-out*. Hablaremos de los *earn-outs* por separado ya que existen muchas versiones de los mismos, especialmente si el vendedor recibe como compensación acciones en vez de dinero.

Siguiendo con nuestro ejemplo, el comprador reservó explícitamente 10 millones de dólares como reserva del plan de opciones para retener e incentivar a los directivos. Este comportamiento se ha hecho habitual ya que los compradores quieren asegurarse de que los gestores de la empresa tengan un futuro incentivo financiero claro y directo. En este caso, se integra en el precio de la compra (por ejemplo, 150 millones de dólares). Habitualmente vemos que los compradores tienden a dividirlo poniendo una parte en la estructura del precio de compra y otra por separado del precio de compra. Se haga como se haga se trata de una parte efectiva de la preparación de la operación, pero se recibirá a riesgo ya que generalmente se irá pagando a lo largo de varios años a aquellos miembros de la dirección que continúen en su puesto tras la adquisición. Si alguien se fuera, su parte del plan de retención de desvanecería hacia el mismo lugar en que desaparecen los calcetines en la secadora. Además, el comprador suele jugar la baza de separar un porcentaje del precio de compra de la propiedad formal de la compañía (o tabla de capitalización) para enfrentar desde el principio de la negociación los intereses de directivos e inversores de la empresa comprada.

La perspectiva del emprendedor

Desde el momento en que alguien te ofrezca una gran cantidad de dinero por la compra de tu empresa, debes tener buenos consejeros o asesores o miembros independientes de tu consejo de administración ayudándote a entender los contratos. La estructura de la operación es muy importante. Debes estar dispuesto a cumplir con tus cláusulas de *representaciones y garantías* con un razonable depósito de garantía de 12 a 18 meses como mínimo. Si no puedes hacerlo parecerá que ocultas algo. El plan de opciones para retener a los directivos, el capital de trabajo neto (*net working capital*), y los *earn-out* son solo puntos de la negociación para asegurar la validez del precio de la operación.

Por último, hay un montón de términos en nuestro ejemplo en los que el comprador dice que no asume las opciones sobre acciones y los *warrants*. Lo explicaremos en detalle más adelante pero, al igual que con la cláusula del fondo de maniobra, podrían afectar al valor total de la transacción, rebajándolo en relación con lo que los vendedores esperan recibir.

Operaciones de compra de activos frente a operaciones de

compra de acciones

Si el precio suele ser el primer tema en la cabeza de todo vendedor, la estructura debería ser el segundo. Los abogados suelen hablar de dos tipos de operaciones, operaciones de activos y operaciones de capital, pero hay numerosas cuestiones estructurales que rodean a cada modelo. Comencemos por analizar los fundamentos de ambos tipos de operaciones.

Por lo general, todos los vendedores quieren hacer operaciones de capital y todos los compradores quieren hacer operaciones de activos. Para elevar el nivel de confusión, una operación de capital se puede hacer con dinero en efectivo y una operación de activos se puede hacer a cambio de acciones. No hay que confundir el tipo de operación con la compensación real recibida.

Los VC más sarcásticos del lado vendedor se refieren a una operación de activos como una situación «en la que el que compra una empresa, realmente no compra una empresa». Los compradores solicitan esta estructura con la idea de solo comprar los activos concretos que quieren de la compañía, dejando ciertos pasivos al margen, y así vivir felices para siempre. Si metes a abogados y a auditores en esta discusión, divagarán sobre impuestos, contabilidad y pasivos, pero nuestra experiencia nos demuestra que la mayoría de las veces el comprador busca comprar solo las joyas de la corona, limitar explícitamente sus pasivos, y elaborarse un acuerdo lo más simple para sí mismo a expensas del vendedor. Sabemos que las operaciones de activos son más populares en épocas económicas inestables, ya que los compradores tratan de evitar problemas de sucesiones de empresa y posibles pasivos con acreedores. Se veían relativamente pocas operaciones de activos a finales de los noventa, pero a principios de la década del 2000 se hicieron mucho más populares; sin embargo, desde 2012 las operaciones de activos se han vuelto de nuevo raras y solo se ven en situaciones difíciles.

Aunque las operaciones de activos pudieran servirles a los vendedores, el problema fundamental que tienen es que ¡la empresa realmente no se vende! Los activos han dejado la compañía (y ahora son propiedad del comprador), pero hay todavía una sociedad vacía con contratos, pasivos, empleados potenciales y formularios de impuestos que presentar. Incluso si la empresa está relativamente limpia desde una perspectiva de higiene corporativa, podría llevar varios años (dependiendo de los impuestos, la estructura de capital, y la jurisdicción legal) el proceso de ir cerrando la empresa. Durante ese tiempo los directivos y administradores de la compañía están todavía en situación de riesgo y la compañía presuntamente tiene pocos activos para operar el negocio (ya que fueron vendidos al comprador).

En el caso de una operación de capital, el adquirente compra la compañía al completo. Una vez cerrada la adquisición, la compañía vendida desaparece dentro de la estructura corporativa del comprador hasta no quedar nada, excepto posiblemente algunas camisetas que cayeron en manos de las parejas de los dueños, y el logo que estaba en la puerta de la empresa antes de cerrar el acuerdo. Nada hay que cerrar y la compañía es historia.

Así que, ¿es una operación de activos algo malo o simplemente un fastidio? Depende. Puede ser muy mala si el vendedor tiene varias filiales, numerosos contratos, empleados con compromisos de indemnización, accionistas descontentos, o está cerca de la insolvencia. En este último, caso los directivos podrían ser responsables de una transmisión fraudulenta al consumir una operación de activos. La operación sería en cambio solo un fastidio si la empresa estuviera en relativa buena forma, fuera muy pequeña, o tuviera pocos accionistas a los que considerar. Por supuesto, si algo de esto fuera verdad, entonces la pregunta retórica obvia es «¿Pero entonces por qué no compra el adquirente toda la compañía con una operación de valores?».

Nuestra experiencia es haber visto operaciones de capital la gran mayoría de las veces. A menudo el primer borrador del acuerdo de intenciones plantea una operación de activos, pero ese suele ser el primer punto que negocian los vendedores sofisticados, quienes generalmente suelen tener éxito en cambiarlo por una operación de capital excepto en circunstancias extremas, cuando la empresa está en situación desesperada. Muchos compradores se toman la molestia de argumentar todas las protecciones ofrecidas en una operación de activos. Esto es generalmente una tontería ya que una operación de valores puede configurarse para proporcionar al comprador una protección equivalente con muchas menos molestias para el vendedor. Además, las operaciones de activos ya no protegen al sucesor de sus responsabilidades tras una transacción igual que antes, al estar los tribunales mucho más dispuestos a considerar que una empresa que compra una gran cantidad de activos de otra sea considerada sucesora de las obligaciones de la vendedora.

La estructura de la operación también está estrechamente ligada a las cuestiones fiscales que la rodean. Una vez que se comienza a intentar optimizar estructura e impuestos, se termina de definir el tipo de compensación (acciones o efectivo) que el vendedor puede recibir. Esto puede complicarse rápidamente, y enseguida te puedes sentir como si subieras por las escaleras imposibles de los dibujos de Escher. Dentro de poco nos meteremos con los impuestos y las compensaciones, por ahora simplemente tienes que saber que ambos están relacionados y que normalmente afectan al precio en última instancia, que es después de todo lo que más preocupa al

vendedor.

La perspectiva del emprendedor

Si tu empresa está en mal estado probablemente no tendrás más remedio que vender los activos, hacer frente a los pasivos, y terminar con la sociedad tu mismo. Debes estar preparado para esta situación, y estar constantemente calculando el coste y las molestias de una operación de activos para determinar qué tipo de alternativas estás dispuesto a considerar.

Formas de compensación

Imagina la siguiente conversación entre un emprendedor y un VC:

—Emprendedor: Acabo de recibir una oferta de la compañía X para comprar la empresa por 15 millones de dólares.

—VC: Genial. ¿Quién es la compañía X? Nunca he oído hablar de ellos.

—Emprendedor: Es una compañía privada financiada por la Empresa de Capital Riesgo Y.

—VC: Estupendo. 15 millones. ¿Es una operación en efectivo?

—Emprendedor: No, es una operación *all-stock* (todo en acciones).

—VC: Mmm. ¿Te darían acciones preferentes u ordinarias?

—Emprendedor: Ordinarias. ¿Por qué?

—VC: ¿Cuánto dinero han levantado los que nos quieren comprar?

—Emprendedor: 110 millones.

—VC: ¿Cuál es la preferencia de liquidación? ¿Hay una liquidación preferente participativa? ¿Cuál es la valoración de la compañía?

—Emprendedor: Oh, no me preocupa eso. La valoración es de 300 millones y dicen que van a salir a bolsa pronto.

Si prestaste atención a la primera parte de este libro sabrás de qué va esto. El emprendedor acaba de recibir una oferta por su empresa del 5 por ciento de la valoración del comprador (en realidad por un 4,76 por ciento tras la transacción) en valores ilíquidos de una compañía privada que tiene 110 millones de dólares de liquidación preferente seguramente participativa. Si nuestro amigo emprendedor llamara a su amable vecino tasador financiero para hacer un análisis de valoración descubriría que los 15 millones que piensa conseguir en realidad valen mucho menos (lo que probablemente sea bueno a efectos fiscales pero no tan bueno para comprar cerveza, coches

deportivos y segundas residencias).

Las formas de compensación importan y mucho. El efectivo lo es todo. Y todo lo demás es menos. Y puede ser mucho menos. ¿Has oído el chiste en que un comprador ofrecía «productos de *software* gratis» hasta una cierta cantidad a cambio de los activos de una empresa? Pues eso. Gracias pero no.

Es obvio que el efectivo es fácil de entender y valorar, sin embargo valorar las acciones puede ser más complicado. Si se trata de acciones de una empresa no cotizada, comprender la estructura de capital existente es un primer paso fundamental para entender lo que se está recibiendo. Si se trata de acciones de una empresa que cotiza en bolsa tendrás que hacer una serie de preguntas, entre ellas si las acciones son de libre transmisión, si están registradas para una IPO, o si están sujetas a un acuerdo de bloqueo. Si fueran de libre transmisión, ¿se te consideraría como a un empleado de la empresa y tendrías restricciones para venderlas? Si no fueran de libre transmisión, ¿qué tipo de derechos de registro tendrías? Esto puede complicarse con rapidez, especialmente si tratas de optimizarlo todo a efectos fiscales (y de nuevo salen los impuestos).

Es importante darse cuenta de que el valor de tu empresa y el precio que te pagan puede no ser el mismo. No te dejes atrapar por un precio cerrado a comienzos de la negociación hasta que no entiendas la fórmula de pago que te están proponiendo.

Planes de opciones sobre acciones (*stock options*)

Tras considerar la estructura y el precio, es el momento de analizar otros puntos importantes que habitualmente se encuentran en un acuerdo de intenciones. Antes puntualicemos algo: a lo mejor no es bueno que falten algunas de estas cláusulas en tu acuerdo de intenciones; nuestra experiencia nos demuestra que son mejores los acuerdos de intenciones detallados que los que pecan de vagos (aunque controla que los abogados no se pasen con el detalle legal). El ejemplo más claro es este, ya que quienes generalmente negocian los acuerdos de intenciones son los directivos implicados en la operación, no sus abogados, al ser aquellos los que se convertirán en los principales impulsores de la operación tras firmar el acuerdo. Nuestra experiencia nos dice que dejar que los abogados negocien aspectos materiales del negocio ralentizará el proceso, incrementará el coste de la operación, y causará mucho dolor y angustia innecesarios. Nuestra sugerencia es que la mayoría de las cláusulas clave queden siempre bien explicadas en el acuerdo

de intenciones, y que sean aprobadas por los directivos de las empresas antes de que intervengan los abogados.

Ahora es el momento de analizar cómo se tratan los planes de opciones sobre acciones. La manera en que se manejan (independientemente de cómo se aborde la normativa fiscal, que veremos más adelante) puede variar mucho en el acuerdo de intenciones. Lo primero que considerar es si el comprador se hace cargo del plan de opciones y, en caso afirmativo, si el plan de opciones se incorporará neto al precio de compra o si será restado del mismo. En algunos casos el comprador simplemente asumirá la reserva de opciones en la compensación base que vayas a recibir; lo más normal sin embargo es que si el comprador se compromete a asumir el plan de opciones el precio final se ajuste en consecuencia, ya que muy pocas cosas son realmente gratis en este mundo.

Vamos a suponer que el comprador no asume la reserva de opciones. El vendedor tiene ahora que considerar varias cosas. Algunos planes de opciones, especialmente aquellos mal contruidos, no tienen cláusulas que dispongan qué hacer cuando en una adquisición no se asume el plan. Si no se dice nada, es posible que cuando la operación se cierre y las opciones no se asuman simplemente desaparezcan. Esto le sentará muy mal a cualquiera que tenga opciones y probablemente no esté en el espíritu del plan de opciones original.

La mayoría de los planes de opciones contemporáneos tienen disposiciones que permiten que todas las opciones concedidas se consoliden por completo antes de una adquisición, en caso de que el comprador no asuma ni el plan ni las opciones. Si bien esto beneficia claramente a los titulares de opciones, y ayuda a incentivar a los empleados del vendedor que tengan opciones, también afecta a vendedor y comprador. En el caso del vendedor le afecta porque deberá destinar una parte del precio de compra a los titulares de opciones. En el caso del comprador, porque se crea una situación en la que no hay ningún incentivo para que los empleados permanezcan en la empresa ya que el valor de sus opciones se consolida y paga por completo en el momento de la adquisición, lo que obliga al comprador a idear paquetes de incentivos adicionales para retener a los empleados de cara al futuro.

Muchos abogados te aconsejarán que tengas un plan de opciones que se consolide por completo (*fully vesting*) ya que obliga al comprador a asumir el plan de opciones porque, si no lo hiciera, los titulares de las opciones se convertirían inmediatamente en accionistas de las entidades fusionadas. Bajo la noción general de que lo mejor es tener pocos accionistas, esta cláusula

aceleradora motiva a que los compradores asuman los planes de opciones. Esta teoría es válida solo si hay un gran número de titulares de opciones.

En los últimos años hemos visto casos en los que el comprador ha utilizado esta cláusula contra el vendedor y sus accionistas preferentes. En estos casos el comprador se negó explícitamente a asumir las opciones, y exigió que antes de que se produjera la compra los titulares de las opciones se convirtieran en accionistas para que, de este modo, recibieran una contrapartida directa. El resultado es que parte de la compensación por la compra pasaba de los accionistas previos a los empleados que antes eran titulares de opciones no consolidadas. Esta transmisión de la compensación se movía del bolsillo de los anteriores accionistas —generalmente accionistas preferentes, directivos de la empresa, y antiguos fundadores— a los bolsillos de otros empleados. El comprador así adquiriría al cierre de la fusión una base de empleados felices. Esto solo es una opción para el comprador si la base de empleados que desea conseguir es relativamente pequeña. Además, el comprador puede otorgar opciones adicionales a los directivos y empleados con los que quiera quedarse, por lo que al final los únicos accionistas que quedan en peor situación son los accionistas preferentes, exempleados, y antiguos fundadores de la empresa.

Hay dos cuestiones fundamentales más: ¿qué pasa si la adquisición es en efectivo versus en acciones de una empresa cotizada versus en acciones de una empresa no cotizada, y quién paga por el valor base de las opciones sobre acciones? Desentendámonos de los temas fiscales por el momento (aunque no deberías hacerlo en una adquisición real). Si yo fuera el empleado de un vendedor valoraría el efectivo de manera diferente a la acción de una empresa que cotiza en bolsa (con restricciones o sin ellas), y valoraría las opciones sobre acciones que cotizan en bolsa de manera diferente a las acciones de una empresa no cotizada (o sus opciones). Si el comprador fuera una empresa que cotiza en bolsa o estuviera pagando en efectivo el cálculo sería bastante sencillo y se le podría explicar fácilmente al empleado. Si el comprador fuese una empresa no cotizada, se hace mucho más difícil, y deben pensárselo cuidadosamente los directivos y los representantes de los vendedores que están estructurando la transacción.

La base de las opciones sobre acciones (el precio de ejercicio o *strike price*) influye en el valor de las opciones sobre acciones. En concreto, si en una transacción el valor de una acción es de 1\$ y el precio de ejercicio de la opción sobre la acción es de 0,40\$, el valor real de la opción sobre la acción en el momento de la transacción es de 0,60\$. Muchos vendedores se olvidan de intentar recuperar el valor del precio de ejercicio de la opción en el precio

de compra, y permiten que el precio total sea el valor bruto de las opciones sobre acciones (consolidadas y no consolidadas) sin que haya un incremento de saldo en el precio de compra añadido por el *strike price* de las opciones.

Supongamos que tienes una transacción en efectivo de 100 millones de dólares con 10 millones destinados a los titulares de opciones, de los cuales el 50 por ciento tienen sus derechos consolidados y el 50 por ciento no. Supongamos por simplicidad que el comprador se hace cargo de las opciones no consolidadas, aunque incluyéndolas en el precio total de compra (los 100 millones), y que el valor total de las opciones consolidadas es de 1 millón de dólares, y que el de las opciones no consolidadas es de 3 millones. Las acciones de las opciones consolidadas tendrían un valor real de 4 millones (5 millones menos 1 millón de dólares de valor de las opciones), y las acciones de las opciones no consolidadas tendrían un valor real de 2 millones (5 millones menos 3 de valor de las opciones). Por consiguiente, los titulares de las opciones conseguirían en realidad solo un total de 6 millones netos. A menudo el vendedor se hace con el dinero de las acciones consolidadas (por ejemplo, las opciones consolidadas representan a 4 de los 100 millones), pero los 5 millones totales serán asignados sin más a las opciones no consolidadas (en vez del valor/coste real para el comprador de 2 millones). Esto es una diferencia importante (por ejemplo, la diferencia entre los 91 millones de dólares que van a los accionistas sin opciones en lugar de 94 millones).

Por supuesto, todo esto presupone que las opciones sobre acciones valgan dinero. Si el precio de compra de la transacción dejase a las opciones sin valor (por ejemplo, si el precio de compra quedase por debajo de la liquidación preferente) todo esto sería irrelevante.

La perspectiva del emprendedor

En la mayoría de los casos tus empleados han llevado a tu empresa a donde está. No los subestimes en una salida, independientemente de que exista un ajuste *earn-out* que te obligue a mantenerlos felices. Aquí tu reputación como emprendedor está en juego, y además seguro que quieres hacer lo correcto.

Declaraciones, garantías e indemnizaciones

Cada acuerdo de intenciones tendrá alguna mención a las declaraciones y garantías (*representations and warranties*). Se trata de los hechos y certezas sobre el negocio que una parte da a la otra. En la mayoría de los acuerdos de intenciones los párrafos que hablan de esto no profundizan demasiado, pero esta sección puede tener un efecto profundo en la operación y consumir una cantidad ridícula de tiempo legal durante la negociación del acuerdo

definitivo.

Lo primero que destacar es quién hace las declaraciones. ¿Se dice en el acuerdo que la empresa vendedora hará las declaraciones, o se dice que la empresa vendedora y sus accionistas son los que asumen la responsabilidad? ¿O, como es lo más habitual, nada se dice en cuanto a quién realmente asume las responsabilidades? Dado que muchos accionistas (entre ellos los VC y las personas que poseen acciones de la compañía en venta) ni se ofrecerían ni podrían exponer ni garantizar la situación de la empresa vendedora, es importante que el acuerdo de intenciones resuelva quien está realmente haciendo las declaraciones. Lo óptimo es que lo soluciones tú antes de que los abogados empiecen a pelearse por ello, ya que la mayoría de los compradores aceptarán finalmente que sea la empresa, en lugar de sus accionistas subyacentes, quien haga las declaraciones.

Todo acuerdo de intenciones dirá algo sobre indemnizaciones en caso de que alguna de las declaraciones o garantías se incumpla. Teniendo en cuenta lo importante que es para el vendedor esta disposición en una adquisición, a menudo el comprador trata de colarla en el acuerdo de intenciones por medio de esta cláusula.

La Compañía ofrecerá las declaraciones y garantías estándar, y proporcionará al comprador las indemnizaciones estándar.

Este es un código secreto que quiere decir esto:

Vamos a negociar duramente las cláusulas de indemnización, pero no te lo queremos decir ahora para que firmes el acuerdo de intenciones y te comprometas a hacer la operación. Confía en nosotros: nuestros negociadores y abogados son gente maja y cariñosa.

Dependiendo de la situación de la empresa vendedora (que quizás esté en una posición en la que quiera que el comprador se comprometa más que ella misma, y para conseguirlo está dispuesta a arriesgarse enviando a abogados a discutir), te sugerimos que al menos esboces lo que quieres que diga la cláusula de indemnización. Te lo repetimos, una vez que los abogados aparezcan empezarán con argumentos como «son condiciones de mercado no negociables» o «hago eso en mis operaciones todos los días».

El comprador por lo general también hace algunas declaraciones, pero como es quien está pagando, estas suelen ser poca cosa a menos que vaya a pagar con acciones de una empresa no cotizada. Si eres el vendedor, y vas a recibir del comprador acciones de una empresa no cotizada, un punto de partida totalmente lógico es hacer que sean recíprocas todas las declaraciones y garantías.

Mientras la mayor parte de tus declaraciones y garantías sean cualificadas por una frase del estilo de «en la medida en que llega nuestro conocimiento...» no deberías tener ningún problema en firmarlas. Argumentar contra ellas sería una señal de alarma para inversores o compradores.

Depósito de garantía (*Escrow*)

El depósito de garantía es otro término acaloradamente negociado que a menudo se deja ambiguo en el acuerdo de intenciones. El depósito de garantía (también conocido como *holdback*, *escrow* o retención) es un dinero que el comprador se va a guardar durante un tiempo para hacerse cargo de cualquier asunto que aparezca tras la adquisición y del que no haya sido informado en el acuerdo de compra.

Hemos visto algunos acuerdos de intenciones ampliamente detallados, con cada cláusula del depósito de garantía explicada, incluyendo entre ellas el porcentaje de retenciones, su duración en el tiempo, y las excepciones al acuerdo de indemnización. En otros casos, la cláusula no es más que una declaración que afirma que «se aplicarán las disposiciones estándar de indemnización y de depósito de garantía». Como no existe nada parecido a una disposición estándar, en realidad se trata de una trampa del comprador para aplazar lo que podría llegar a convertirse en una negociación brutal en el momento posterior a la firma del acuerdo de intenciones. Fuera cual fuese el acuerdo de depósito, este reducirá el precio de compra real si se presenta cualquier reclamación sujeta al mismo, así que las condiciones del acuerdo pueden ser muy importantes ya que afectarán directamente al valor que el vendedor reciba.

En nuestra experiencia de cientos de adquisiciones, un depósito de garantía se suele establecer como único remedio para solventar infracciones de las declaraciones y garantías, con unas pocas excepciones, también conocidas como *carve-outs*. Normalmente entre el 10 y 20 por ciento del precio de compra total es reservado entre 12 y 24 meses para solucionar cualquier infracción de las *representations*. Aunque es aquí por lo general donde acaban las coberturas del depósito de garantía (normalmente descritas como límites del depósito o *escrow caps*), puede llevar un esfuerzo titánico el llegar allí. Los compradores a menudo se pasan con sus exigencias, sobre todo si los parámetros no están definidos en el acuerdo de intenciones, al pedir cosas como indemnizaciones sin límites si algo sale mal, la responsabilidad legal personal de los ejecutivos de la compañía y de los principales accionistas, e incluso la posibilidad de querer capturar más valor del que realmente vale la operación.

La perspectiva del emprendedor

Los compradores que se extralimitan con las cláusulas del depósito de garantía son estúpidos, especialmente si tienes un negocio bien gestionado, con estados financieros auditados y miembros del consejo externos. Recuerda, ¡cuando una empresa cotizada es comprada, sus declaraciones y garantías normalmente vencen al cierre de la operación!

Las excepciones a los límites del depósito de garantía incluyen normalmente el fraude, la capitalización y los impuestos. A veces algún comprador presiona para que a la propiedad intelectual tampoco se le apliquen los límites. En todos los casos la indemnización máxima debe ser el valor global de la operación, ya que el vendedor no debería devolver más de lo que se le pagó en la venta para satisfacer una reclamación del comprador.

Muchos compradores podrían decir algo como «bueno, no podemos ser concretos hasta que no profundicemos en la *due diligence*». Esto es una chorrada, porque nosotros todavía no nos hemos cruzado con ningún comprador que fuera incapaz de poner en el acuerdo de intenciones una propuesta inicial de depósito con cierto detalle y límites definidos. Esta propuesta aún podrá ajustarse durante la *due diligence*, pero será más difícil de renegociar después de haber sido acordada ya que algo importante debería surgir para que hubiera una discusión legítima al respecto.

Por último, la forma de compensación del depósito de garantía es importante. En una operación en efectivo es fácil: efectivo. Sin embargo, en una operación de valores o una operación que tenga una combinación de efectivo y acciones, el valor del depósito de garantía flotará con el precio de las acciones y podría variar aún más drásticamente con el tiempo si se trata de acciones de una empresa no cotizada. Hay un montón de variaciones sobre cómo el lado vendedor puede manejar mejor esto; por eso debes tener especialmente cuidado si estás preocupado porque las acciones del comprador sean particularmente volátiles. Imagínate una situación en la que el precio de la acción desciende y el comprador presenta reclamaciones al depósito de garantía por mayor valor de lo que suponen las acciones del depósito. La gente razonable se suele poner de acuerdo en que el vendedor no debe hacerse con un dinero extra para satisfacer sus reclamaciones.

El acuerdo de confidencialidad

Si bien los inversores de capital riesgo casi nunca firman acuerdos de confidencialidad (*nondisclosure agreements* o NDA) en el contexto de una inversión, estos son casi siempre obligatorios en una adquisición. Si la

operación se rompe y no llega a llevarse a cabo, ambas partes (vendedor y comprador) quedan en una situación en la que uno tiene información sensible del otro. Además esta es normalmente una de las pocas disposiciones jurídicamente vinculantes en un acuerdo de intenciones y otras como la determinación de la jurisdicción legal y de las penalizaciones en caso de ruptura. Si la operación se cierra, esta disposición se hace en gran medida irrelevante ya que el comprador es ahora propietario del vendedor.

Tanto comprador como vendedor deben estar alineados en su deseo de alcanzar un acuerdo de confidencialidad extenso y potente, ya que beneficia a ambas partes. Si te presentan un acuerdo de confidencialidad débil (o unilateral) podría significar que el adquirente está tratando de investigar tu empresa por medio del proceso de *due diligence*, y que podría tener o no la intención de cerrar el trato.

En general un acuerdo de confidencialidad unilateral no tiene sentido: este debería ser un pacto con el mismo patrón que ambas partes deben estar dispuestas a firmar. Las empresas que cotizan en bolsa son a menudo muy puntillosas con sus modelos de acuerdos de confidencialidad. Aunque no recomendamos que los vendedores firmen cualquier cosa, si es bidireccional probablemente estés en una posición bastante segura.

Asuntos de empleados

Si bien el consejo de administración de una empresa tiene una responsabilidad fiduciaria con todo el personal y accionistas, por desgracia no siempre directivos y consejo se preocupan por los empleados y accionistas en una adquisición. En las adquisiciones de empresas que cotizan en bolsa a menudo se oye hablar de casos flagrantes en los que la alta dirección solo miraba por ellos (y por aquellos miembros del consejo que les ayudaban a llenarse los bolsillos) a expensas de los accionistas. Esto también puede ocurrir en las adquisiciones de empresas no cotizadas, donde el comprador sabe que necesita que se queden los altos ejecutivos y está dispuesto a pagar un extra por ello. Por supuesto lo contrario también pasa, cuando en una adquisición la compensación es pequeña y los inversores tratan de quedarse con todo y de dejar a los directivos con poco o nada.

Es importante que gerencia y consejo vean con perspectiva adecuada sus circunstancias personales en el contexto de la operación concreta que se lleva a cabo. Cada vez que estamos en el consejo de administración de una empresa que se está vendiendo preferimos aplazar la discusión en detalle sobre las

compensaciones individuales hasta después de firmar el acuerdo de intenciones, y que los directivos del comprador y vendedor tengan tiempo para que se haga la diligencia debida el uno al otro, construir una relación de trabajo, y entender la lógica de todas las personas que llevan adelante la operación. Pasar demasiado tiempo negociando por adelantado el paquete de compensación para directivos produce a menudo fatiga prematura, incomoda a los compradores con las motivaciones vendedoras del equipo gestor, y puede crear una enorme brecha entre la dirección y los demás accionistas por el lado del vendedor. No estamos sugiriendo que gerencia y empleados no sean atendidos adecuadamente en una transacción; más bien creemos que no habrá oportunidad de preocuparse apropiadamente de todo el mundo si no se llega a hacer la transacción. Negociar excesivamente estos temas al principio provoca mucho estrés innecesario, especialmente entre la administración de la empresa y sus inversores.

Si bien no recomendamos negociar los acuerdos laborales muy al comienzo del proceso, tampoco recomendamos dejarlos hasta el final. Muchos compradores hacen esto para presionar lo más posible a los empleados clave del vendedor, puesto que todo el mundo está listo para cerrar la operación y lo único que queda colgando son los acuerdos sobre el personal. Irónicamente muchos vendedores ven la situación exactamente al revés (es decir, ahora que el acuerdo está básicamente cerrado podemos pedir un montón de cosas extra al comprador). Ninguna postura es eficaz, ambas suelen dar lugar a tensiones innecesarias al final de la operación y, ocasionalmente, crean una fisura real entre comprador y vendedor tras la transacción.

Esta es una situación particular en la que el equilibrio es importante. Cuando se trata de asuntos de personal no hay nada malo en negociar con firmeza. Solo asegúrate de hacerlo dentro del contexto de la operación o quizás nunca llegues a cerrarla.

Condiciones para el cierre

Los compradores suelen incluir ciertas condiciones para cerrar el acuerdo de intenciones. Estas pueden ser frases genéricas como «sujeto a la aprobación del consejo de administración del comprador», «sujeto a que la Sociedad no tenga un cambio material adverso», o «sujeto a la diligencia debida y al acuerdo sobre los documentos definitivos». También puede haber frases relativas a la situación del vendedor como «sujeto a que la Compañía resuelva litigios pendientes sobre derechos de propiedad intelectual», o «sujeto a que la Compañía liquide sus filiales en el extranjero». Por lo general no nos

preocupamos demasiado por estas cláusulas, ya que cualquiera de estas interrupciones de la operación son muy fáciles de activar en caso de que el comprador decida que no quiere hacer el trato.

En lugar de preocuparnos porque estas cláusulas formen parte del acuerdo de intenciones, nosotros tendemos a centrarnos en los detalles de las condiciones para firmarlo, ya que esto es otra fuente de datos sobre la actitud del comprador. Si la lista de condiciones es larga y compleja probablemente tengas a un pretendiente con gustos muy particulares. En este caso vale la pena que desde el principio contraataques algunas de estas condiciones de cierre, especialmente las más restrictivas, para que comiences a comprender cómo va a ser tu proceso de negociación.

La perspectiva del emprendedor

Recuerda, una vez que los compradores estén involucrados en un significativo proceso legal y de diligencia debida contigo, estarán comprometidos emocional y financieramente con la operación lo mismo que tú (y en muchos casos su reputación estará también en el aire).

Como vendedor, una vez que estés de acuerdo con las condiciones de cierre, se espera de ti que las cumplas. Vale la pena estudiarlas al principio del proceso de *due diligence* para no quedarse atrapado con algo inesperado cuando tengas que liquidar una filial extranjera o cumplir con alguna otra petición extraña para poder cerrar la operación, especialmente si nunca lo has hecho antes.

El acuerdo de exclusividad (*No-Shop agreement*)

La firma de un acuerdo de intenciones inicia un proceso serio y costoso, tanto para el comprador como para el vendedor. Como resultado, debes esperar a que el comprador exija un acuerdo de exclusividad similar al que hemos visto en los *term sheets*. En el caso de una adquisición, el acuerdo de exclusividad es casi siempre unilateral, sobre todo si se trata de un comprador codicioso.

Como vendedor debes ser capaz de negociar la duración de la cláusula dentro de un plazo razonable de 45 a 60 días. Si el comprador te pide más de 60 días debes oponerte con fuerza, ya que nunca le interesa a un vendedor verse atado por un período prolongado de tiempo. Además, la mayoría de las operaciones deberían ser capaces de cerrarse en un plazo de 60 días desde la firma del acuerdo de intenciones, así que tener una razonable fecha límite fuerza a que todos se centren en el objetivo final de cerrar el trato.

Como la mayoría de los acuerdos de exclusividad serán unilaterales, el

comprador tendrá normalmente el derecho pero no la obligación de cancelarla si no decide seguir adelante con la operación. Por eso la ventana de tiempo es particularmente importante, ya que el vendedor probablemente se quede atado por la duración de la cláusula incluso si no se llega a un acuerdo. En algunos casos, un comprador honorable que haya decidido no seguir adelante con la operación estará de acuerdo en poner fin rápidamente al acuerdo de exclusividad; sin embargo, es más probable que el comprador deje correr el asunto hasta que la cláusula venza.

En los casos en que la operación esté activamente en proceso, y finalice el período del acuerdo de exclusividad, el vendedor debería esperar una llamada del comprador unos días antes de la fecha de vencimiento pidiéndole extenderla. A menudo el vendedor puede aprovecharse de cierta ventaja adicional de ese momento concreto para suavizar un umbral de patrimonio neto, solicitar potencial financiación a corto plazo por parte del comprador, o incluso lograr concesiones muy específicas sobre declaraciones y garantías que no se habían obtenido durante la negociación. El vendedor debe tener cuidado de no extralimitarse entonces, ya que el tono para la fase final de la negociación puede quedar establecido por la manera de comportarse respecto a la ampliación del acuerdo de exclusividad. Si el vendedor pide demasiado ahora puede esperar que el comprador apriete en todo lo demás hasta el cierre de la operación.

En lugar de oponerse al acuerdo de exclusividad, hemos descubierto que es más efectivo limitar su duración y ponerle excepciones específicas, siendo las más significativa las búsquedas de financiación (poniendo como mínimo las búsquedas de financiación ya llevadas a cabo por el sindicato de inversores existente) para mantener la presión sobre el comprador.

La perspectiva del emprendedor

Al igual que con los inversores de capital riesgo, el acuerdo de exclusividad también debe tener un vencimiento automático si el comprador cancela el proceso.

Honorarios, honorarios y más honorarios

El acuerdo de intenciones será generalmente explícito sobre quién paga qué y hasta qué límites y hasta dónde puede el vendedor elevar los gastos de transacción en la adquisición. Los costes asociados con intermediarios, asesores financieros o banqueros, las facturas legales, y cualquier otro gasto incurrido por la parte vendedora se incluyen normalmente en la sección sobre los gastos de la transacción. Aunque es concebible que el comprador no se

preocupe por quién cubre esos costes, la mayoría de los compradores curtidos están muy focalizados en hacer que se los termine comiendo el vendedor, sobre todo si son cantidades significativas.

En ocasiones aparece el concepto de comisión de ruptura para situaciones en las que no se termina de cerrar la operación o el vendedor termina haciendo un trato con otro comprador. Las comisiones de ruptura son raras en operaciones en las que el capital riesgo invierte en empresas privadas, pero son habituales en operaciones donde una empresa que cotiza en bolsa adquiere a otra que también cotiza. Nosotros generalmente nos resistimos a cualquier petición de un comprador por introducir una comisión de ruptura, y le decimos que use el acuerdo de exclusividad en su lugar. La mayoría de los compradores de empresas respaldadas por capital riesgo son mucho más grandes y más ricos en recursos que el vendedor que tratan de adquirir, razón por la que nos parece extraño que el comprador tenga que recibir una ganancia inesperada en efectivo si la operación no se cierra, especialmente porque ambas partes incurrirán en gastos durante el proceso. Cuando somos los que vendemos rara vez pedimos una comisión de ruptura.

La perspectiva del emprendedor

Hay algunas circunstancias poco frecuentes en las que un vendedor puede razonablemente pedir una comisión de ruptura. Si el comprador es de la competencia y al vendedor le preocupa que el comprador pueda estar en el proceso para ver de qué se entera en vez de esforzarse de buena fe por comprar la empresa, o si el vendedor asume una gran cantidad de riesgo con clientes y empleados al meterse en la operación, establecer una comisión de ruptura podría ser apropiado.

Derechos de registro

Cuando una empresa que cotiza en bolsa compra con acciones a una empresa privada, es importante que el vendedor entienda las características del registro bursátil y los derechos asociados a los valores que va a recibir. Algunos compradores tratarán de no mencionarlos; los buenos vendedores deben, desde el principio, trabajar duro para llegar a un acuerdo sobre lo que van a recibir.

A menudo un comprador ofrecerá valores no registrados con la promesa de registrar las acciones con posterioridad. Es importante que el vendedor se dé cuenta de que esto es casi siempre una promesa no vinculante, ya que el comprador no puede garantizar cuándo podrá registrar las acciones, al depender eso de la Comisión de Bolsa y Valores (*Securities and Exchange Commission*, SEC, en los Estados Unidos) y no poder controlarla. Es crucial

conocer el pasado del comprador ante la SEC, y entre ello saber en qué momento se encuentra y si está al día con sus obligaciones documentales con la SEC, si tiene pendiente cualquier declaración de registro, y si ha cumplido con las promesas hechas a los accionistas de otras compañías que haya adquirido.

Hemos pasado por varios casos en los que los compradores prometieron un registro rápido y al final alargaron la presentación de documentos tras el acuerdo, o vieron como la SEC les paraba el proceso. En el ámbito regulatorio actual nos ha sorprendido lo mal que se han comportado varias de las cuatro grandes auditoras (las *Big Four*) cuando nos dijeron que no tenían tiempo para ocuparse de la revisión contable de la adquisición que pedía la SEC, especialmente en situaciones en las que la consultora no iba a trabajar con el comprador tras la adquisición.

Los valores no registrados se pueden vender tras un período de espera de 12 meses, pero un año puede ser mucho tiempo e implica mucha volatilidad, sobre todo en mercados con poco volumen de negociación. Asegúrate de recibir lo que crees que estás recibiendo.

Representantes de los accionistas

Las adquisiciones en realidad no terminan cuando se cierra la operación y el dinero cambia de manos. Existen cláusulas como la de gestión del depósito de garantía, la de los ajustes *earn-outs* y de fondo de maniobra, e incluso los litigios sobre declaraciones y garantías, que se extenderán largamente en el futuro. Para que todos los anteriores accionistas del vendedor hagan frente a estos problemas en cada adquisición, se nombra un representante de los accionistas vendedores en el seno de la empresa compradora.

Esta afortunada persona, a la que generalmente no se le paga nada por sus servicios, hace frente a todas las cuestiones que surgen entre comprador y vendedor tras la transacción. Estas cuestiones pueden basarse en remordimientos del comprador o ser legítimas, pero a menudo consumen mucho tiempo, son caras de tratar, y afectan al resultado financiero definitivo de la operación.

Tradicionalmente han asumido este papel, o un ejecutivo del vendedor o uno de los VC miembros del consejo de administración. Si no pasa nada, esta persona no tiene nada que hacer. Ahora, si algo se tuerce como cuando un comprador hace una reclamación al depósito de garantía o amenaza con demandar a los antiguos accionistas de la empresa, esta tarea se convierte

frecuentemente en una enorme pesadilla que consume mucho tiempo. El representante de los accionistas, que habitualmente tiene un trabajo a tiempo completo, un dinero limitado de la operación (y a menudo retenido en el depósito de garantía) para contratar a profesionales que le ayuden, y que por lo general no es un experto de la materia en cuestión, termina siendo el responsable de tratar con ella. Si se trata de un ejecutivo del vendedor, todavía podría estar trabajando para el comprador. En cualquier caso esta persona está ahora tomando decisiones que afectan a todos los accionistas, y en consecuencia terminará gastando tiempo y energía en comunicarse con ellos. Por último, algunos compradores, esforzándose por ejercer aún más presión sobre el sistema, llegan directamente a demandar al representante de los accionistas.

Nosotros hemos sido representantes de accionistas muchas veces. Hace varios años decidimos nunca volver a serlo puesto que no ganamos nada por asumir esa responsabilidad.

Si de alguna manera terminas siendo el representante de los accionistas, asegúrate de negociar una reserva de dinero en el acuerdo de cierre de la operación de la que puedas echar mano para contratar a profesionales que te apoyen en caso de que surja algo de lo que te tengas que ocupar. A menudo vemos que se destina un depósito de garantía separado exclusivamente para pagar los gastos del representante de los accionistas. Como mínimo esto funcionará como escudo contra un comprador malintencionado, puesto que verá que tienes dinero para contratar abogados que griten a sus abogados.

Nunca le pidas a nadie que trabaje para el comprador tras la transacción, que sea el representante de los accionistas. Si lo hicieras estarías pidiendo a esa persona que se metiera en una lucha de *todo o nada* contra su empleador actual, y esa no es una situación en la que nadie quiera estar. La única situación en la que esto funcionaría sería en caso de que el representante del accionista desempeñase un papel fundamental para el comprador, y la amenaza de dejar su cargo ayudase a influir en el resultado final de manera positiva para el vendedor. Con todo, esta es una posición estresante e incómoda en la que estar.

También debes tener cuidado en no dejar que un VC asuma este papel. A las actividades relacionadas con el depósito de garantía y los litigios les afecta el tiempo y hemos tenido experiencias en las que otros inversores de capital riesgo que actuaban como representantes de los accionistas prestaron poca o ninguna atención a sus responsabilidades, al no entender ni apreciar la labor legal que les correspondía. Algunas han sido experiencias extrañas, entre ellas

la de un representante de los accionistas que era un VC (coinvertía con nosotros en una operación) y que la lió en un depósito de garantía al desatender la notificación de una reclamación por incumplimiento que había recibido del comprador. El plazo de preaviso era de 30 días, y 31 días después de recibir la notificación el VC recibió otra carta que decía que el importe de la reclamación había sido deducido del depósito de garantía. Afortunadamente, teníamos una buena relación con el abogado del comprador y fuimos capaces de conseguir una excepción, pero el comprador no tenía la obligación de hacerlo más allá de continuar con la buena voluntad que existía entre las partes.

Como consecuencia de nuestros años de experiencia en estos temas, Jason cofundó una compañía llamada *Shareholder Representative Services* (SRS—www.shareholderrep.com, es decir, Servicios de Representación de Accionistas), que es una organización que proporciona ese servicios a los accionistas que lo necesitan. El coste de utilizar una firma como SRS, en relación con el valor total de la operación, es modesto, y consigues a profesionales que se pasan el 100 por ciento de su tiempo desempeñando el papel de representantes de los accionistas. Cuando hay un litigio, ellos son los demandados y se ocupan de todos los detalles. Dada la amplia gama de operaciones en las que han trabajado como representantes de accionistas, SRS tiende a tener una extensa experiencia tanto con compradores como con sus abogados.

14. Cuestiones legales que todo emprendedor debe conocer

Hay varias cuestiones legales que constantemente vemos convertirse en obstáculos para los emprendedores y sus abogados. Mientras que en algunos casos son simplemente una molestia que arreglar en una ronda de financiación o una salida, a menudo tienen implicaciones financieras significativas para la empresa y, en el peor de los casos, podrían dañar seriamente el valor de tu negocio. Ni somos tus abogados ni te daremos asesoramiento legal aquí (nuestros abogados nos obligaron a que escribiéramos esto), pero te animamos a que entiendas estos temas en vez de asumir que tu abogado los llevará bien.

Propiedad intelectual

Las cuestiones de propiedad intelectual (PI o IP - *Intellectual property*) pueden matar a una *startup* antes incluso de comenzar. A continuación un ejemplo.

Un amigo y tú salís a tomar unas cervezas. Comienzas a hablarle de tu nueva empresa que va a revolucionar X y te hará ganar un montón de dinero. Te pasas varias horas hablando del modelo de negocio, de lo que necesitas construir, y de los requisitos del producto. Después de una cerveza de más, volvéis a casa felices dando tumbos.

Tu amigo se va a su trabajo en la empresa X2. Escogiste a este amigo en concreto para investigar tu idea porque sabes que tu empresa hace un trabajo de vanguardia similar al que hace tu amigo en X2. Existe incluso la posibilidad de que algún día te plantees contratar a ese amigo.

Te pasas los siguientes seis meses montando la empresa con tus limitados recursos, hasta sacar la primera versión de tu producto. Un popular blog de tecnología escribe sobre ella y comienzas a recibir llamadas de empresas de capital riesgo que desean financiarte. No dejas de sonreír y piensas entusiasmado lo maravillosa que es la vida del emprendedor.

Al día siguiente tu amigo de cervezas te llama para decirte que le han despedido de la empresa X2 y que quiere unirse a tu compañía. Le contestas

que tan pronto como consigas financiación te encantaría contratarlo. Tu amigo te dice, «vale, puedo comenzar hoy mismo sin sueldo, ya que soy dueño del 50 por ciento de la empresa». Te sientas aturdido en silencio durante unos segundos.

Mientras discutís el tema tu amigo te dice que él posee el 50 por ciento de la propiedad intelectual de tu empresa, ya que el día que salisteis básicamente constituisteis la empresa mientras tomabais las cervezas. Le contestas que no estás de acuerdo y que no es dueño de nada de la empresa. Él te responde que su tío es abogado.

Por extraño que parezca, este es un ejemplo real. Aunque pensamos que la reclamación de tu supuesto amigo es ridícula, si emprendiese una acción legal (por medio de su tío, quien probablemente trabaje gratis para él) podría ralentizar tu ronda de capital riesgo. Si él insiste y tú no le das algo, es posible que termine ahogando tu oportunidad de levantar dinero. Si se te apareciera la suerte (por ejemplo, si a tu supuesto amigo le atropellase accidentalmente un autobús), todavía te quedaría pendiente la cuestión de que la empresa X2 podría tener una reclamación sobre tu PI si de verdad hay una demanda presentada y si casualmente a X2 le diera por juntar las piezas de la historia.

Hay un sinfín de historias como esta en la tierra de las *startups*, entre ellas la de la fundación de Facebook, popularizada (y novelada) por la película *La Red Social*. Nuestro ejemplo es un extremo, pero hay otros, como aquel de los estudiantes que comenzaron una empresa en una clase de un MBA, dos de ellos lanzaron de verdad el negocio y los otros dos no, pero aterrorizaron más tarde a la empresa por los derechos de sus supuestas contribuciones de PI. O el del emprendedor que contrató a un programador para que le escribiera código, le pagó, y aún así terminaron en pleito porque el programador afirmaba que tenía derechos de propiedad intelectual superiores a lo que se le había pagado.

Cuando pasan cosas como estas, incluso los fondos de capital riesgo más curtidos harán una pausa y se asegurarán de que no existan problemas reales de PI. Los VC responsables que quieren invertir en tu empresa trabajarán contigo para solucionar estos asuntos, especialmente cuando se trata de demandas absurdas como las de los ejemplos que acabamos de dar. Por nuestra experiencia sabemos que a menudo hay una resolución clara, excepto en circunstancias extremas.

La clave aquí es ser desde el comienzo cuidadoso, diligente, y razonablemente paranoico. Cuando hay amigos de por medio normalmente puedes solucionar estos temas con una simple conversación. Sin embargo,

cuando hables con gente al azar, ten cuidado con los personajes sin escrúpulos, especialmente de aquellos sobre los que no sabes nada.

Algunos emprendedores, y muchos abogados, piensan que la solución correcta es proteger cuidadosamente tu idea o hacer que todo el mundo firme un acuerdo de confidencialidad. No estamos de acuerdo con esa postura. En lugar de eso animamos a que los emprendedores sean muy abiertos con sus ideas, y no creemos que los acuerdos de confidencialidad valgan de mucho. Sin embargo, has de ser consciente de con quién estás hablando y, si comienzas a dar los pasos para crear realmente un negocio, asegúrate de que tienes ayuda legal competente para documentarlo.

Aspectos laborales

Las demandas más comunes que reciben los emprendedores son las relacionadas con los trabajadores. Estas nunca son agradables, especialmente si son de un empleado al que has despedido recientemente, y son una consecuencia lamentable del contexto laboral actual.

Hay algunas cosas que puedes hacer para protegerte. Primero, asegúrate de que todas las personas que contratas son empleados *a voluntad* (*at will*) [es decir, que pueden ser despedidos sin preaviso, en cualquier momento y por cualquier razón]. Sin estas palabras específicas en la oferta laboral puedes acabar lidiando con las leyes estatales de empleo (que varían de un estado a otro) que determinan cuando se puede despedir a alguien o no. Nos hemos visto en algunas situaciones difíciles en estados que han hecho que despedir a la gente sea casi tan difícil en Estados Unidos como en Francia.

Considera después si te interesa esbozar unas condiciones de indemnización en tu oferta de empleo. Por ejemplo podrías decidir que, si dejas que alguien se vaya, adicionalmente consolide una parte de sus derechos sobre acciones o reciba una compensación en efectivo. Si no tomas medidas desde el principio, es posible que te quedes en una situación en la que cuando hayas de despedir a alguien, te reclame una indemnización. Pero, por otra parte, determinar de antemano una indemnización es casi tan divertido como negociar un acuerdo prematrimonial, y su desventaja es que limita tu flexibilidad, especialmente si la empresa está en una situación financiera difícil y para sobrevivir tiene que despedir a gente para reducir su consumo de caja (*burn rate*).

Todo emprendedor debe conocer al menos un buen abogado laboralista. Encargarse de estos temas particulares puede ser estresante e impredecible, especialmente si tenemos además en cuenta las muchas normas contra la

discriminación que otra vez varían de un estado a otro. Un abogado laboralista bien informado puede ayudar rápidamente a que alcances una resolución adecuada cuando tengas un problema.

Estado en que se constituye la sociedad

Aunque en Estados Unidos se puede constituir la empresa en 50 estados, hay algunos en los que es preferible hacerlo, sobre todo si te planteas buscar capital riesgo. La mayoría de los VC prefieren uno de estos tres estados: Delaware, en el que esté localizada la compañía, o cualquier estado en que esté localizado el fondo de capital riesgo.

Elegir Delaware es habitual porque su legislación de sociedades está bien definida, es generalmente favorable a la actividad empresarial, y la mayoría de los abogados estadounidenses son expertos en tratar con las leyes de Delaware. Si te planteas en última instancia un IPO la mayor parte de los bancos de inversión insistirán en que constituyas la sociedad en Delaware antes de que te preparen la IPO. Y aún más importante, un montón de cosas obvias que son difíciles de hacer o no permitidas en algunos estados, como por ejemplo enviar páginas firmadas por fax o permitir respuestas rápidas a solicitudes de cambios en los documentos de la sociedad, son actividades estándar en Delaware.

Las dos únicas desventajas de constituir la sociedad en Delaware es que tendrás que pagar algunos impuestos adicionales (pero muy pequeños) y potencialmente cumplir con dos conjuntos de leyes de sociedades. Por ejemplo, si estás localizado en California y estás constituido en Delaware tendrás que cumplir con las leyes de Delaware y algunas leyes de California también, aunque seas una empresa de Delaware.

Cualquiera de las otras dos opciones habituales, constituirse donde está localizada la empresa o donde está localizado el fondo de capital riesgo, también son correctas. Sin embargo, si un VC no tiene experiencia con la legislación de sociedades de tu estado, a veces podrías encontrar resistencia a que te constituyas en tu estado. Consideramos que este comportamiento es lógico por parte del VC, especialmente cuando este se incorpora al consejo de administración, ya que termina asumiendo la responsabilidad legal personal bajo la legislación de sociedades de ese estado. Como estas leyes pueden variar mucho, siempre animamos a que sea Delaware la opción por defecto.

Inversores acreditados

Aunque no sea este un libro de derecho mercantil societario (que, si lo fuera, lo convertiría en un libro terriblemente aburrido), la mayor parte del mismo realmente trata de la venta de acciones de sociedades a inversores. Hay un montón de leyes que debes cumplir para no tener problemas con los organismos reguladores del mercado de valores en el país en que esté domiciliada tu sociedad; en el caso de Estados Unidos la SEC (*Securities and Exchange Commission*), y en el estado español la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), y esa es una de las principales razones por las que necesitas un buen abogado.

La mayoría de los problemas pueden evitarse siguiendo un consejo: no le pidas ni a tu peluquero, ni a tu mecánico, ni al que te llena las bolsas con comida en el supermercado que te compren acciones de tu empresa, a menos que sean económicamente independientes y vivan de rentas. Existen leyes que efectivamente dicen que solo las personas ricas y con conocimientos sofisticados son inversores acreditados (*accredited investors*) a los que se les permite comprar acciones de empresas no cotizadas. Si intentas conseguir capital de personas que no se ajusten a esa definición probablemente infringirás las normas de la legislación de valores. La SEC normalmente no pilla a la gente que hace esto, pero a veces sucede.

Si no haces caso a este consejo, y vendes acciones de tu empresa a personas que no se ajustan a la definición de inversor acreditado de la SEC, tendrás un problema de por vida. En concreto estos inversores no acreditados pueden obligarte a que recompres sus acciones por al menos su precio de compra en cualquier momento que quieran, con independencia de cómo vaya tu negocio. Este derecho de rescisión es algo muy real que vemos de vez en cuando. Resulta particularmente embarazoso cuando la persona que fuerza la recompra es un amigo cercano de la familia o un pariente a los que de primeras no deberían habersele ofrecido acciones.

Nota de los autores

A lo largo de este libro hemos tratado de exponerte todas las cuestiones a las que te enfrentarás durante una ronda de financiación de capital riesgo. Además de los aspectos prácticos del *term sheet*, hemos hablado de los participantes del proceso, analizado el proceso para levantar fondos, tratado sobre cómo operan los fondos de capital riesgo, y descrito algunos principios básicos de negociación. También hemos cubierto un montón de cosas que hay que hacer y que no hay que hacer durante el proceso para conseguir una ronda de financiación y, como extra, hemos incluido un capítulo para que comprendas la estructura de un acuerdo de intenciones típico como el que podrías recibir al comienzo de un proceso de adquisición.

Aunque somos inversores en empresas en fases iniciales, hemos intentado explicar cuestiones a las que te puedes enfrentar en cualquier ronda de financiación. Hemos tratado de ser equilibrados entre la visión del emprendedor y la del inversor, porque hemos sido ambas cosas (aunque ahora mismo llevamos siendo inversores por más tiempo). También hemos incluido la perspectiva de un emprendedor —Matt Blumberg, CEO de Return Path— a lo largo del libro.

Sabemos que mucho de este material es árido y hemos trabajado duro para sazonarlo con nuestro especial sentido del humor. Lo hemos revisado muchas veces, y sabemos que probablemente habrá algunos errores, como es inevitable con algo tan complejo y subjetivo. Nosotros como más aprendemos es de nuestros errores, y te animamos a que nos envíes un correo a jason@foundrygroup.com o a brad@foundrygroup.com con cualquier cosa que encuentres poco clara o creas que es incorrecta.

Por supuesto, ninguna información contenida en este libro debe ser interpretada como asesoramiento legal de nuestra parte. No somos tus abogados, solo un par de colegas que escribieron un libro que esperan que te sea útil. Si tienes dudas legales, pregunta a tus abogados. Sí, nuestros abogados nos obligaron a escribir esto.

Esperamos que este libro te sea provechoso mientras trabajas para crear una nueva e increíble compañía.

Anexo A: Ejemplo de *term sheet* *

ACME VENTURE CAPITAL 2011, L.P.

Resumen de cláusulas para una propuesta de colocación privada de acciones preferentes Serie A de NEWCO.COM

____ de _____ de 20__

(Oferta de propuesta válida hasta el _____ de _____ 20 _____)

Emisor: NEWCO.COM (la «Compañía»)
Inversor(es): Acme Venture Capital 2011, L.P.y sus asociados(«Acme»)
[y otros, en su caso] («Inversores»).

Importe de la ronda de financiación: Un total de ___ millones de dólares, **[Incluyendo ___ \$ de conversión de la deuda convertible en circulación]** equivalente a un ___% de propiedad sobre una base totalmente diluida, que incluya todas las opciones de acciones reservadas para empleados. **[Las cantidades de inversión para cada Inversor individual son las siguientes**

Acme: \$ _____
Inversor 1: \$ _____
Inversor 2: \$ _____
Total: \$] _____

Precio: ___ \$ por acción («Precio de Original de Compra»). El Precio Original de Compra representa una valoración *premoney* totalmente diluida (*ful/y diluteá*) de ___ \$ millones y una valoración *postmoney* totalmente diluida de ___ \$ millones. **[Se adjunta una tabla que muestra la distribución de capital de la Compañía inmediatamente después de la operación.]** A efectos del cálculo anterior y para cualquier otra referencia respecto al significado de «totalmente diluida» en este *term sheet*, «totalmente diluida» incluye la conversión de todas las acciones preferentes en circulación de la Compañía, el ejercicio de todas las opciones sobre acciones autorizadas actualmente existentes y *warrants* de la Compañía, y el incremento de las opciones sobre acciones existentes en la Compañía por [XI acciones emitidas con anterioridad a esta ronda de financiación.

- Véase también la web AsktheVC.com para más ejemplos.

Tabla de capitalización tras la operación

	Acciones	Porcentaje
Acciones Ordinarias en Circulación		
Opciones de Acciones para Empleados: Cantidad Reservada		
Acciones Preferentes Serie A en circulación: Acme [Otros Inversores]		
Acciones totalmente diluidas		

Tipo de valores:

Acciones preferentes convertibles Serie A (la «Serie A Preferente»), inicialmente convertibles sobre una base 1:1 en acciones de ordinarias de la empresa (las «Acciones Ordinarias»).

Cierre de la ronda propuesta:

Se prevé que se ejecute la Serie A Preferente (el «Cierre» o la «Operación») el __ de __ de 20_____

Cláusulas de la Serie A de Acciones Preferentes

- **Dividendos:**

Los titulares de la Serie A Preferente tendrán derecho a recibir dividendos no acumulativos, con preferencia sobre cualquier dividendo de las acciones ordinarias, a un interés anual del [6-10%] del Precio Original de Compra [**cuando y como sea establecido por el Consejo de Administración**]. Los titulares de la Serie A Preferente también tendrán derecho a recibir los dividendos pagados a las acciones ordinarias de forma prorrateada a la conversión de sus acciones preferentes en ordinarias. [*Si se incluye la segunda sección en negrita significará que los dividendos serán discrecionales. Si no se añade los dividendos serán automáticos.*]

- **Liquidación preferente:**

En caso de liquidación o disolución de la Compañía, los titulares de las

Acciones Preferentes Serie A tendrán derecho a recibir con preferencia a los titulares de las Acciones Ordinarias un importe por acción igual a [2x] veces el precio de compra original más los dividendos declarados pero no pagados (la «Liquidación preferente»).

[Elija una de las siguientes tres opciones:] [Opción 1: Añadir este párrafo si se desea una liquidación preferente participativa plena: Después del pago de la liquidación preferente a los titulares de las Acciones Preferentes de la Serie A, los activos restantes se distribuirán proporcionalmente a los titulares de las Acciones Ordinarias y de la Serie A Preferente sobre una base equivalente común.]

[Opción 2: Añadir este párrafo si se desea una liquidación preferente participativa: Después del pago de la liquidación preferente a los titulares de las Acciones Preferentes de la Serie A, los activos restantes se distribuirán proporcionalmente a los titulares de las Acciones Ordinarias y de la Serie A Preferente sobre una base equivalente común, a condición de que los titulares de las Acciones Preferentes Serie A dejen de participar preferentemente en la liquidación una vez hayan recibido una cantidad total de liquidación por acción igual a [2 a 5] veces el Precio de Compra Original de la acción, más los dividendos declarados pero no pagados. A continuación los activos restantes podrán distribuirse proporcionalmente a los titulares de las Acciones Ordinarias.]

[Opción 3: Añadir este párrafo si se desea una liquidación preferente no participativa: Después del pago de la liquidación preferente a los titulares de las Acciones Preferentes de la Serie A, los activos restantes se distribuirán proporcionalmente a los titulares de las Acciones Ordinarias.]

No utilizar si estamos comprando acciones con liquidación preferente participativa plena. [En caso de cualquier liquidación o consideración de liquidación, el titular de la Serie A Preferente tendrá derecho a recibir la mayor cantidad entre (i) el importe que habría recibido en conformidad con la frase anterior, o (ii) el importe que habría recibido en caso de conversión de la Serie A Preferente en Acciones Ordinarias, teniendo en cuenta para cada caso los *carve-outs*, depósitos en garantías, u otros pagos atrasados o vinculados a contingencias.]

Estarán considerados como un evento de liquidación las fusiones,

adquisiciones, ventas de derecho de voto, o la venta de la casi totalidad de los activos de la Compañía en la que los propietarios de las acciones de dicha Compañía no sean dueños de la mayoría de las acciones en circulación de la compañía que quede como resultado.

- **Conversión:**

Los titulares de la Serie A Preferente tendrán derecho en cualquier momento a convertir la Serie A Preferente en acciones ordinarias. La tasa de conversión inicial será de 1:1, sin perjuicio de los ajustes previstos a continuación.

- **Conversión automática:**

Conversión automática: Toda la Serie A Preferente se convertirá automáticamente en acciones ordinarias, al precio de conversión aplicable en ese momento, al cierre de una oferta pública asegurada en firme de acciones ordinarias de la Compañía a un precio por acción mínimo de [tres a cinco] veces el Precio Original de Compra (ajustado por *split* de acciones, dividendos, etc.) por acción y por una oferta total de no menos de [15] millones de dólares (antes de deducir las comisiones y gastos de la entidad colocadora) (una salida a bolsa cualificada o *Qualified IPO*). Todos, o una parte de las acciones de la Serie A Preferente, se convertirán automáticamente en acciones ordinarias al precio de conversión aplicable en ese momento en el caso de que los titulares de por lo menos la mayoría de las acciones en circulación de la Serie A Preferente acepten dicha conversión.

- **Disposiciones antidilución:**

El precio de conversión de la Serie A Preferente estará sujeto a un ajuste [*full ratchet / broad-based / narrow based weighted average*] para reducir la dilución en caso de que la compañía emita acciones adicionales de capital social (que no sean (i) acciones que hayan sido reservadas a empleados tal y como se indicó en el apartado de reservas de opciones; (ii) acciones emitidas por consideraciones no dinerarias de conformidad con las condiciones previas establecidas en una fusión, consolidación, adquisición, o una situación de negocio parecida que haya sido aprobada por el Consejo de Administración; (iii) las acciones emitidas de cara a obtener cualquier préstamo o *leasing* de equipo, contrato de arrendamiento de bienes inmuebles, o financiación de deuda bancaria o de una institución financiera similar que haya sido aprobada por el Consejo de Administración; y (iv) las acciones que permiten a los

titulares de la mayoría de las acciones Preferentes Serie A renunciar a sus derechos de antidilución) a un precio de compra inferior al precio de conversión aplicable. En caso de una emisión de acciones que implique tramos u otros múltiples cierres de la operación, el ajuste antidilución se calculará como si todas las acciones hubiesen sido emitidas en el primer Cierre. El precio de conversión [también] será objeto de un ajuste proporcional para la división de acciones, dividendos de acciones, combinaciones, recapitalizaciones y situaciones similares.

- **[Recompra por decisión de los inversores:**

Si los titulares de al menos una mayoría de la Serie A Preferente lo deciden, la Compañía deberá recomprar las acciones en circulación de la Serie A Preferente en tres plazos anuales a partir del [quinto] año desde el cierre de la operación. Estas recompras se harán a un precio por acción igual al precio que hubo en la operación original más los dividendos declarados y no pagados.]

- **Derechos de voto:**

La Serie A Preferente votará conjuntamente con las Acciones Ordinarias y no como una clase separada, salvo que se disponga expresamente en el presente documento o según lo requiera la ley. La cantidad de Acciones Ordinarias podrá ser aumentada o reducida por el voto de los titulares de la mayoría de las Acciones Ordinarias y de la Serie A Preferente (sobre la base de haber convertido estas acciones en acciones ordinarias) votando conjuntamente, y sin un voto separado por clase. Cada acción de la Serie A Preferente tendrá un número de votos igual al número de acciones ordinarias que puedan emitirse tras convertir dicha acción de la Serie A Preferente en acción ordinaria.

- **Consejo de administración:**

El tamaño del consejo de administración de la Sociedad queda fijado en [] personas. El consejo se compondrá inicialmente de _____, como representante[s] de Acme _____, _____ y _____. En cada reunión para elegir consejeros los titulares de la Serie A Preferente, quienes votarán como una clase de acciones separada, tendrán derecho a elegir a [un] miembro[s] del Consejo de Administración de la Sociedad, cuyo consejero será designado por Acme. Por otro lado, los titulares de acciones ordinarias, quienes votarán como una clase de acciones separada, tendrán derecho a elegir a [un] miembro[s], y los restantes consejeros serán

[Opción 1 (si Acme controlase más del 50 por ciento del capital social): elegidos de común acuerdo entre los titulares de acciones preferentes y ordinarias, votando juntos como una sola clase] [u Opción 2 (si Acme controlase menos del 50 por ciento): elegidos por mutuo acuerdo del Consejo de administración].

Tenga en cuenta que es posible que desee que uno de los asientos del consejo reservados a los accionistas comunes se destine a la persona que por entonces ejerza como CEO.

[Añádase esta cláusula si Acme tuviera un observador en el Consejo: Acme tendrá derecho a designar a un observador sin derecho a voto para participar en las reuniones del Consejo de Administración.]

La Compañía reembolsará los gastos de los consejeros, [observadores] y asesores de la Serie A Preferente por asistir a las reuniones del Consejo de Administración y por asistir a otras reuniones o eventos en nombre de la Compañía.

- **Cláusulas de protección:**

En tanto las acciones de la Serie A Preferente permanezcan en circulación, se requerirá del consentimiento de la mayoría de los titulares de la Serie A Preferente para cualquier decisión, ya sea tomada directamente por la empresa o debida a cualquier fusión, recapitalización o evento similar que, (i) altere o modifique los derechos, preferencias o privilegios de la Serie A Preferente; (ii) aumente o disminuya el número autorizado de acciones ordinarias o preferentes; (iii) establezca (por reclasificación o de cualquier otra manera) cualquier nueva clase o serie de acciones que tuviera derechos, preferencias o privilegios de alto nivel o en paridad con la Serie A Preferente; (iv) provoque la redención o recompra o recompra de las acciones ordinarias (con excepción de los acuerdos para incentivar con capital social que pudieran establecerse con proveedores de servicios, y manteniendo la Compañía el derecho de recompra de las acciones tras la conclusión de los servicios); (v) produzca una fusión, otro tipo de reorganización corporativa, venta del control sobre la compañía, o cualquier transacción en la que todos o una parte significativa de los activos de la Compañía se vendan; (vi) modifique o invalide cualquier artículo de la Escritura de Constitución o los Estatutos de la Compañía; (vii) aumente o disminuya el tamaño autorizado del Consejo de Administración de la Compañía; [o] (viii) produzca el pago o declaración de cualquier dividendo de las acciones ordinarias o preferentes; [o (ix) produzca una emisión de deuda

superior a 100.000\$].

- **Pagar para jugar:**

[Versión 1: En caso de que tenga lugar una Ronda de Financiación Cualificada (como se define más adelante), se convertirán en acciones ordinarias aquellas acciones preferentes de la Serie A que estén en poder de cualquier inversor al que se le ofrezca el derecho de participar pero que no participe plenamente en la ronda mediante la compra de al menos su parte prorrateada, según lo calculado anteriormente siguiendo el «Derecho de Tanteo» indicado a continuación.]

[Versión 2: Si cualquier titular de acciones preferentes Serie A no participa en la siguiente Ronda de Financiación Cualificada (como se define más adelante) de forma proporcional (en función del porcentaje de propiedad del capital social que posea en el momento inmediatamente anterior al de la ronda) al de su inversión en la Serie A preferente, entonces dicho tenedor verá convertidas sus acciones Serie A preferentes en acciones ordinarias de la Compañía. Si dicho tenedor participa en la siguiente Ronda de Financiación Cualificada pero sin llegar a la cantidad total indicada por su porcentaje de prorrateo, entonces únicamente una parte proporcional de sus acciones Serie A preferentes serán convertidas en acciones ordinarias (en las mismas condiciones indicadas en la frase anterior), siendo dicha parte proporcional equivalente al porcentaje de la cantidad prorrateada que no se haya llegado a aportar.]

Una Ronda de Financiación Cualificada es la ronda de financiación de la compañía que sigue a la Serie A y es aprobada por el Consejo de Administración, quienes determinarán de buena fe que tal parte deberá ser adquirida de forma prorrateada entre los propietarios de las acciones de esta compañía sujetos a esta cláusula. Lo anterior aplicará con independencia de que el precio de la ronda sea mayor o menor que cualquier serie de acciones preferentes.

Para determinar el número de acciones en poder de un inversor o si se cumple esta cláusula *pagar para jugar* deberán agregarse aquellas otras acciones que estén en poder o que hayan sido adquiridas en la Ronda de Financiación Cualificada por sus fondos de inversión afiliados. Un inversor tendrá derecho a ceder sus derechos a participar en esta y futuras rondas a sus fondos afiliados y a

inversores de sus fondos afiliados, incluidos los fondos que no sean actuales accionistas de la Compañía.

- **Derechos de información:**

En tanto que un inversor sea titular de acciones de la Serie A Preferente o acciones ordinarias emitidas tras una conversión de acciones la Serie A Preferente, la Compañía entregará al Inversor el presupuesto anual de la Compañía, así como un estado financiero anual auditado y unos estados económico-financieros trimestrales no auditados. Además, tan pronto como sea razonablemente posible, la empresa deberá presentar un informe a cada Inversor comparando cada presupuesto anual con dichos estados económico-financieros. Cada inversor también tendrá derecho a los derechos de inspección y visita estándar. Estas cláusulas concluirán en caso de una IPO cualificada.

- **Derechos de registro:**

Demanda de Derechos: Si los inversores titulares de más del 50 por ciento de las acciones en circulación de la Serie A Preferente, incluyendo las acciones ordinarias emitidas por conversión de la Serie A Preferente («valores registrables»), o un porcentaje menor si el precio de la oferta agregada previsto para el público es de no menos de 5.000.000\$, solicitan que la empresa presente una Declaración de Registro, la Compañía hará todo lo posible para que se registren dichas acciones con la condición, sin embargo, de que la Compañía no esté obligada a efectuar tal registro antes del **[tercer]** aniversario del cierre de la operación. La Compañía tendrá el derecho de retrasar dicho registro bajo ciertas circunstancias durante un período no superior a noventa (90) días en cualquier período de doce (12) meses.

La Compañía no estará obligada a efectuar más de dos (2) registros con arreglo a estas cláusulas de exigencia de derechos, y no estará obligada a efectuar un registro (i) durante el período de ciento ochenta (180) días que comienza con la fecha inicial de la IPO, o (ii) si entrega notificación a los titulares de los Valores Registrables dentro de un período de treinta (30) días de cualquier solicitud de registro cuya intención sea presentar una declaración de registro para dicha IPO en un plazo de noventa (90) días.

Registro de la compañía: Los inversores tendrán derecho a que se les registren todos sus valores en cualquiera de las declaraciones de registro de la compañía o de cualquier otro inversor que tenga el derecho

(*piggyback registration rights*), sin embargo tanto la compañía como sus entidades de colocación podrían reducir de forma prorrateada el número de acciones sujetas a registro en función de las condiciones de mercado. Si se les limita a los inversores de tal modo, sin embargo, ninguna de las partes podrá vender acciones en dicho registro con la excepción de la Compañía o el Inversor, si lo hubiere, acogiéndose a la demanda de registro. A menos que el registro tenga lugar debido a la IPO de la Compañía, en ningún caso las acciones que vendan los inversores podrán ser reducidas a una cantidad por debajo del 30 por ciento de la cantidad total de los valores incluidos en el registro. A ningún accionista de la Compañía se le concederán derechos de registro adicionales (*piggyback registration rights*) si esto redujera el número de acciones que pudieran incluir los titulares de los Valores Registrables en dicho registro sin el consentimiento de los titulares de por lo menos la mayoría de los Valores Registrables.

Derechos S-3: Los inversores tendrán derecho a un número ilimitado de registros de demanda en el Formulario S-3 (si está disponible para la Compañía) siempre y cuando dichos registros de ofertas sean de no menos de 1.000.000\$.

Gastos: La Compañía se hará cargo de los gastos de registro (excluyendo descuentos y comisiones de entidades colocadoras) de todas las demandas de registros, derechos de registro *piggyback*, y los registros S-3 (incluyendo el coste de un asesoramiento especial de los accionistas vendedores que no exceda de 25.000\$).

Transmisión de derechos: Los derechos de registro pueden ser transmitidos a (i) cualquier socio, miembro, o cualquier socio o miembro retirado o fondo afiliado de cualquier titular que forme parte de la asociación (*partnership*), (ii) cualquier miembro o exmiembro de cualquier titular que sea una sociedad de responsabilidad limitada, (iii) cualquier familiar o fideicomiso para el beneficio de cualquier titular individual, o (iv) cualquier transmisor que cumpla con los criterios para ser un inversor principal (como se define más adelante); siempre y cuando la empresa reciba aviso previo por escrito.

Cláusula de periodo de prohibición de venta (en adelante *lockup*): Cada Inversor está de acuerdo en no vender sus acciones durante un período de tiempo que determinará la entidad colocadora (pero no superior a 180 días) después de la fecha efectiva de la salida inicial de la Compañía a bolsa; siempre que todos los miembros de la junta directiva,

consejeros, y el resto del 1 por ciento de los accionistas estén vinculados de manera similar. Esta cláusula de bloqueo dispondrá que cualquier renuncia discrecional o conclusión de las restricciones de dichos acuerdos por la Compañía o los representantes de las entidades colocadoras se aplicará a los principales inversores, de manera prorrateada, con base al número de acciones del que sean titulares.

Otras cláusulas: el Acuerdo de Derechos del Inversor deberá contener cualquier otra cláusula razonable respecto a los derechos de registro, entre ellas las indemnizaciones cruzadas, el período de tiempo en el que se mantendrá efectiva la Declaración de Registro, y los acuerdos con las entidades colocadoras. La Compañía no requerirá la opinión del asesor legal del inversor antes de autorizar la transmisión de acciones o la supresión de las restricciones de propiedad de la Norma 144 para ventas habituales bajo la Norma 144 o para su distribución a los socios o miembros de los inversores.

- **Derecho de tanteo:**

Los inversores que adquieran por lo menos [_____] acciones de la Serie A Preferente (un «Inversor Principal») tendrán derecho a adquirir [2 veces] su parte proporcional de dichas acciones en caso de que la empresa proponga ofrecer valores a cualquier persona (aparte de las acciones (i) reservadas a empleados tal y como se describe más abajo en la sección «Opciones de Acciones para Empleados»; (ii) emitidas por razones que no sean dinerarias según lo acordado previamente en una fusión, consolidación, adquisición, o negocio similar aprobado por el Consejo de administración; (iii) emitidas de conformidad con cualquier préstamo o contrato de arrendamiento para adquisición de equipos, contrato de arrendamiento de bienes inmuebles, o para la financiación de una deuda contraída con un banco o institución financiera similar aprobada por el Consejo de administración; y (iv) las acciones sobre las cuales los titulares de la mayoría de las acciones de la Serie A Preferente renuncien a su derecho de tanteo). Cualquier valor que no hubiese sido suscrito por un inversor elegible podrá ser reasignado entre los demás inversores elegibles. Este derecho de tanteo concluirá en caso de una IPO calificada. Para efectos de este derecho de tanteo, el derecho de prorrateo de un inversor será igual a la relación entre (a) el número de acciones ordinarias (incluyendo todas las acciones ordinarias emitidas o que pudieran emitirse como resultado de la conversión de los valores convertibles, y asumiendo el ejercicio de todos los *warrants* y opciones en circulación) de las que dicho inversor sea titular inmediatamente antes

de la emisión de los títulos de valores, entre (b) el número total de acciones ordinarias en circulación (incluyendo todas las acciones ordinarias emitidas o que pudieran emitirse como resultado de la conversión de los valores convertibles, y asumiendo el ejercicio de todos los *warrants* y opciones en circulación) inmediatamente antes de la emisión de los títulos.

- **Acuerdo de compra:**

La inversión se hará de conforme a un Acuerdo de Compra de Acciones razonable para la Compañía y los inversores, acuerdo que deberá contener, entre otras cosas, las pertinentes representaciones y garantías de la Compañía, los acuerdos de la Compañía que reflejen las disposiciones establecidas en el presente documento, y otros requisitos necesarios para el Cierre, entre ellos una carta de derechos de gestión y un dictamen jurídico de la Compañía.

Cláusulas sobre empleados

- **Opciones de acciones para empleados:**

Con anterioridad al cierre de la operación, la Compañía reservará un número de sus acciones ordinarias para que un porcentaje de su capital social totalmente diluido tras la emisión de la Serie A Preferente esté disponible para futuras emisiones a directivos, empleados y consultores. La denominación «Opciones de acciones para empleados» incluirá tanto las acciones reservadas para emisión indicadas arriba, como las opciones actuales en circulación, cuya cantidad agregada sea aproximadamente un ____ por ciento del capital social totalmente diluido de la Compañía que exista tras la emisión de la Serie A Preferente.

- **Acuerdos de *vesting*:**

Todas las acciones y derechos equivalentes emitidos tras el cierre de la ronda a empleados, directivos, consultores y otros proveedores de servicios estarán sujetos a las cláusulas de *vesting* que vienen a continuación, a menos que estas se modifiquen por acuerdo [**unánime / mayoritario (incluyéndose al menos el del consejero designado por Acme) o (incluyéndose al menos el de un consejero designado por los inversores)**] del Consejo de Administración (la «Aprobación Requerida»): un 25 por ciento de los derechos se consolidarán al cabo del primer año siguiente a la emisión de acciones, y el 75 por ciento restante se consolidarán cada mes en su parte proporcional durante los

siguientes tres años. En la opción de recompra se dispone que, al concluir el empleo del accionista por cualquier causa, la Compañía o su representante (en la medida permitida por los requisitos establecidos por las leyes reguladoras del mercado de valores) se reserve la opción de recompra al coste más bajo o por un valor razonable de mercado de las acciones de las que sea titular dicho accionista sobre las que no se hayan consolidado los derechos de propiedad. Cualquier emisión de acciones superior a las ya reservadas para empleados que no hayan sido aprobadas por la Aprobación Requerida será considerada un acto de dilución que requerirá un ajuste del precio de conversión indicado arriba, y estará sujeta a los derechos de primera oferta de los inversores.

Las acciones en circulación actualmente propiedad de y (Los «Fundadores») estarán sujetas al mismo acuerdo de *vesting* **[con la excepción de que a los Fundadores se les concede directamente un período de (un año) de consolidación de derechos de *vesting* a partir del cierre de la operación, mientras que el resto de los derechos sobre sus acciones restantes se irán consolidando mensualmente durante un período de tres años].**

En caso de fusión, consolidación, venta de activos, u otro cambio de control de la Compañía y si **[un Fundador] [o un Empleado]** es despedido sin causa un año después de tal hecho, dicha persona tendrá derecho a **[un año]** de consolidación de derechos sobre acciones. Con excepción del punto anterior, no habrá consolidación acelerada de derechos en ningún otro caso.

- **Restricciones a la venta:**

Los Estatutos de la Compañía deberán incluir un derecho de tanteo en todas las transmisiones de acciones ordinarias, sin perjuicio de las excepciones normales. Si la Compañía decidiera no ejercer su derecho, esta podrá cederlo a los inversores.

- **Acuerdos sobre patentes e invenciones**

Cada directivo, empleado y consultor de la Compañía firmará un acuerdo razonable sobre patentes e invenciones.

- **[Cláusula de arrastre (*drag-along*):**

Los titulares de acciones (ordinarias / de fundadores) Serie A Preferente aceptarán un acuerdo de arrastre por el cual si una mayoría de los titulares de la Serie A Preferente están de acuerdo en una venta o liquidación de la Compañía, los restantes titulares de la

Serie A Preferente (y de acciones ordinarias) deberán consentir y no plantear objeciones a dicha venta.]

- **Acuerdo de venta conjunta (*tag-along*):**

Las acciones de la Compañía en poder de los fundadores estarán sujetos a un acuerdo de venta conjunta (con ciertas excepciones razonables) con los inversores, de tal modo que los fundadores no puedan vender, transmitir o intercambiar sus acciones si no se le ofrece a cada inversor la posibilidad de participar proporcionalmente en la venta de las acciones de las que sea titular. Este derecho de venta conjunta no aplicará en el caso de una IPO cualificada y se dará por concluido en caso de dicha salida.

- **[Actividades de los fundadores:**

Todos los fundadores deberán dedicar el 100 por ciento de su tiempo profesional a la Compañía. Cualquier otra actividad profesional requerirá de la aprobación del Consejo de administración. Además, cuando un Fundador abandone la empresa, se compromete a que en cualquier votación el voto correspondiente a sus acciones, sean Comunes o de Serie A Preferente (o de Acciones Comunes adquiridas por la conversión de la Serie A o de la anterior Serie A Preferente) sea proporcional al del voto del resto de las acciones.]

- **[Sección Opcional] [Seguro de Persona Clave:**

La Compañía contratará pólizas de seguro de vida a cada uno de los Fundadores por una cantidad de (3.000.000\$), nombrando a la compañía como beneficiaria.]

- **[Sección Opcional] [Búsqueda y contratación de ejecutivos:**

La empresa hará lo posible por contratar a un (CEO / CFO / CTO) aceptable para los inversores inmediatamente tras el cierre de la operación.]

Otros asuntos

- **[Compra de acciones en una IPO:**

En el caso de que la Compañía llevase a cabo una IPO cualificada la Compañía hará lo posible por hacer que las entidades colocadoras encargadas de tal IPO ofrezcan a Acme el derecho a comprar al menos el (5%) de las acciones emitidas, en virtud de un programa de «amigos y

familiares» o de «acciones dirigidas» conectado a dicha IPO cualificado. No obstante lo anterior, todas las medidas adoptadas de conformidad con esta Sección se harán de acuerdo con todas las leyes de valores federales y estatales, incluyendo, sin limitación, la Regla 134 de la Ley de Valores de 1933, según fue enmendada, y todas las reglas y regulaciones aplicables promulgadas por la National Association of Securities Dealers, Inc (Asociación Nacional de Corredores de Valores) y otras organizaciones de autorregulación.]

- **Acuerdo de exclusividad:**

La Empresa se compromete a trabajar de buena fe y con rapidez por el cierre de la operación. La Compañía y los Fundadores están de acuerdo en que ni de manera directa ni indirecta (i) emprenderán cualquier acción para solicitar, iniciar, alentar o ayudar a la presentación de cualquier propuesta, negociación, u oferta de cualquier persona o entidad distinta de las de los Inversores en relación para la venta o emisión de cualquier capital social de la Compañía, o para la adquisición, venta, arrendamiento, licencia, u otra disposición de la Compañía o de cualquier parte material de las acciones o activos de la Compañía, o (ii) iniciar discusiones o negociaciones, o ejecutar cualquier acuerdo relacionado con cualquiera de los puntos anteriores, y deberán informar a los inversores sin demora de las solicitudes realizadas por terceros relacionadas con los puntos anteriores. En caso de que ambas partes acuerden no llevar a cabo la operación, la Compañía quedará libre de las obligaciones de esta sección.

- **Tabla de capitalización / Información de contacto:**

Antes del cierre de la operación la Compañía proporcionará una tabla de capitalización actualizada al cierre de la operación, y una lista de los directivos de la empresa con su información de contacto personal y profesional.

- **Indemnización:**

Los estatutos sociales y / o otros documentos constitutivos de la compañía deberán limitar a los miembros del consejo su responsabilidad y exposición a perjuicios en la máxima medida posible que permita la ley aplicable.

- **[Seguro:**

La Compañía hará lo posible por contratar un seguro a sus directivos aceptable para los inversores inmediatamente después del

cierre de la operación.]

- **[Derecho a Realizar actividades:**

La Compañía y todos los Inversores reconocen que todos o algunos de los inversores son fondos de inversión profesionales, y que como tales invierten en cartera en varias empresas, algunas de las cuales podrían ser competencia del negocio de la Compañía. Ningún Inversor tendrá responsabilidades legales con la Compañía o con cualquier otro inversor por reclamaciones surgidas por o basadas en (i) las inversiones realizadas por cualquier inversor en cualquier entidad que sea competencia de la Compañía, o (ii) las medidas adoptadas por cualquier socio, directivo, u otro representante de cualquier inversor para ayudar a cualquier empresa competidora, independientemente de que dicha acción se llevara a cabo como miembro del consejo de dicha compañía competidora, y con independencia de que dicha acción tuviera un efecto perjudicial para la Compañía.

- **Traspasos intragrupo:**

Cada uno de los inversores tendrán derecho a transmitir la totalidad o parte de sus acciones de la Serie A Preferente adquiridos por ellos a uno o más asociados afiliados, o a fondos gestionados por ellos, o a cualquiera de sus respectivos consejeros, ejecutivos o socios, siempre y cuando dicho receptor acepte por escrito someterse a los términos del Acuerdo de Compra de Acciones y a otros acuerdos relacionados, como si se tratara del mismo comprador.

- **Honorarios legales y gastos:**

La Compañía se hará cargo de sus propios gastos y comisiones, y al cierre de la operación (o en caso de que la transacción no se cierre, previa notificación por parte de Acme de que se terminan las negociaciones sobre las transacciones ejecutadas) pagará los honorarios razonables (no superiores a 000\$) y los gastos de **[nuestro consejo legal]**, con independencia de que las transacciones contempladas en el presente *term sheet* se ejecuten o no.

- **Jurisdicción legal aplicable:**

Este resumen de cláusulas se regirá en todos los aspectos por las leyes del Estado de Delaware.

- **Condiciones necesarias precedentes a la ronda de financiación:**

A excepción de las cláusulas del presente documento tituladas

«Honorarios legales y gastos», «Acuerdo de exclusividad», «Derecho a realizar actividades», y «Ley aplicable», que inversores y Compañía acordaron explícitamente como vinculantes para la ejecución de este *term sheet*, este resumen de cláusulas no pretende ser un compromiso de carácter legalmente vinculante por parte de los inversores, y toda obligación por parte de los inversores está sujeta a que se cumplan las siguientes condiciones previas a la inversión:

1. Formalización de la documentación legal de forma satisfactoria para los potenciales inversores.
2. Cumplimiento satisfactorio del proceso de *due diligence* por parte de los inversores potenciales.
3. Entrega de la correspondiente carta de derechos de gestión a Acme

[4. Presentación de un presupuesto detallado para los doce (12) meses siguientes, aceptable para los inversores.]

[5. La Compañía pondrá en marcha una oferta de derechos para permitir que todos los accionistas «acreditados» actuales tengan el derecho de participar de forma proporcional en las transacciones contempladas en el presente documento.]

- **Intermediarios:**

La Compañía y los Inversores se indemnizarán mutuamente por cualquier comisión de intermediación u honorarios de búsqueda de financiación de las que sean responsables.

- **Asesor de Acme:**

Por decidir

En prueba de recepción y conformidad:

ACME VENTURE CAPITAL 2011, L.P.

Firma: _____

Nombre Impreso: _____

Título: _____

NEWCO.COM

Firma: _____

Nombre Impreso: _____

Título: _____

Anexo B: Ejemplo de acuerdo de intenciones

_____ de _____ de 20__

Vendedor A

[Dirección]

Re: Propuesta de compra de acciones de la Compañía

Estimados Vendedores:

Este acuerdo tiene por objeto resumir las principales cláusulas de una propuesta de _____ (El «Comprador») que considera la posible adquisición de la totalidad del capital social en circulación de _____ (la «Compañía»)

_____ de («A») y _____, accionistas únicos de la Compañía (los «Vendedores»). En este acuerdo, (i) el Comprador y los Vendedores son denominados a veces las «Partes», (ii) la Compañía y sus subsidiarias son denominadas a veces las «Compañías Objeto de Compra», y (iii) la posible adquisición por parte del Comprador de las acciones de la Compañía es denominada a veces la «Posible Adquisición».

PRIMERA PARTE

Las Partes desean iniciar la negociación de un acuerdo de adquisición definitivo por escrito para llevar a cabo la Posible Adquisición (un «Acuerdo Definitivo»). Para facilitar la negociación de un Acuerdo Definitivo, las Partes solicitan que el abogado del Comprador prepare un borrador inicial. La firma de dicho Acuerdo Definitivo estará sujeta a la finalización satisfactoria por parte del Comprador de la investigación en curso de las áreas de negocio de la Empresa Objeto de Compra, y también estará sujeta a la aprobación del Consejo de Administración del Comprador.

Basándose en la información actualmente conocida por el Comprador, se propone que el Acuerdo Definitivo incluya las siguientes cláusulas:

1. Transacción Básica

Los Vendedores venderán al comprador la totalidad del capital social en

circulación de la Compañía al precio (el «Precio de Compra») establecido en el apartado 2 siguiente. El cierre de esta transacción (el «Cierre») podría tener lugar tan pronto como fuera posible tras el término del período de espera aplicable en virtud de la Ley de Mejoras Antimonopolio Hart-ScottRodino de 1976 (la «Ley HSR»).

2. Precio de Compra

El precio de compra será de _____\$ (sujeto a ajustes como se describe a continuación) y se pagaría de la siguiente manera:

- (A) Al Cierre, el Comprador pagará a los Vendedores la suma de _____\$ en efectivo;
- (B) al Cierre, el Comprador depositará en un depósito de garantía aceptado por ambas partes la suma de _____\$, que se mantendría en depósito durante un período de, al menos, _____años para asegurar el cumplimiento de las obligaciones de los Vendedores en el marco del Acuerdo Definitivo y documentos relacionados; y
- (C) al Cierre, el Comprador firmará y entregará a cada Vendedor un pagaré subordinado sin garantía no negociable. Los pagarés que el Comprador entregará a los Vendedores sumarán entre todos un total de _____\$, devengarán intereses a una tasa de _____% anual, vencerán al _____ aniversario del Cierre, y harán efectivos una cantidad [anual] [trimestral] de _____pagos idénticos del principal, junto con los pagos [anuales] [trimestrales] de los intereses acumulados.

El Precio de Compra supone que las Compañías Objeto de Compra han consolidado el capital social propiedad de los accionistas al menos a _____\$ en el momento del Cierre. El Precio de Compra se ajustará con base a los cambios en el capital social consolidado de los accionistas de las Compañías Objeto de Compra en el momento del Cierre, sobre una base de dólar por dólar.

3. Acuerdos de Empleo y No Competencia

Al Cierre:

- (A) la Compañía y A entrarán en un contrato de trabajo de _____ años en virtud del cual A estará de acuerdo en continuar ejerciendo como [Vicepresidente y Director de Operaciones] de la Compañía, y tendrá derecho a percibir un salario de _____\$ por año; y

(B) cada Vendedor firmará un acuerdo de no competencia de _____ años a favor del Comprador y la Compañía.

4.Otras Cláusulas

Los Vendedores harán una completa declaración de representaciones y garantías al Comprador, y proporcionarán una lista completa de los pactos, indemnizaciones y otras protecciones a beneficio del comprador. El término de las transacciones contempladas por el Comprador estará sujeto al cumplimiento de varias condiciones, entre ellas:

(A) _____

(B) _____

SEGUNDA PARTE

Las siguientes secciones de este acuerdo (las «Disposiciones Vinculantes») son los acuerdos jurídicamente vinculantes aplicables al Comprador y a cada Vendedor.

1. Acceso

Durante el período comprendido entre la fecha de firma de este acuerdo por los Vendedores (la «Fecha de Firma») hasta la fecha en que cualquiera de las Partes entregue a la otra notificación por escrito de que las negociaciones hacia un Acuerdo Definitivo han concluido (la «Fecha de Conclusión»), los Vendedores permitirán al Comprador acceso pleno y libre a cada Compañía Objeto de Compra, su personal, propiedades, contratos, libros y registros, y todos los demás datos y documentos.

2. Negociación exclusiva

Hasta (i) [90] días después de la Fecha de Firma o (ii) la Fecha de Conclusión (la fecha más alejada en el tiempo de las dos):

(A) los Vendedores y las Compañías Objeto de Compra no solicitarán, ni tomarán en consideración, ni negociarán, ni de ninguna manera promoverán, discutirán, ni aceptarán directa o indirectamente, ni por intermedio de un representante u otros medios, cualquier propuesta de cualquier otra persona que esté relacionada con la adquisición en todo o en parte de las acciones de las Empresas Objeto de Compra y de sus activos o negocios, ya fuera de manera directa o indirecta, por medio de una compra, fusión, consolidación, o de cualquier otro modo (con

excepción de la venta de sus inventarios en el transcurso ordinario de sus actividades); y

(B) los Vendedores notificarán inmediatamente al Comprador cualquier contacto entre los Vendedores, las Compañías Objeto de Compra o sus respectivos representantes, con cualquier tercero en relación a cualquier oferta, propuesta o consulta relacionada con el punto anterior.

3. Penalización por interrupción de negociaciones

Si (a) los Vendedores incumpliesen lo indicado en la sección 2, o si los Vendedores notificasen por escrito al Comprador que se concluyen las negociaciones de un Acuerdo Definitivo, y (b) si en un plazo de [seis] meses posteriores a la fecha de dicho incumplimiento o conclusión el Vendedor o una o más de las Compañías Objeto de Compra firmasen un acuerdo de intenciones u otro acuerdo relacionado con la adquisición directa o indirecta de una parte o del todo de las Acciones, o de las Compañías Objeto de Compra y sus bienes o negocios, por medio de compra, fusión, consolidación, o de cualquier otra manera (con excepción de la venta del inventario o de porciones inmateriales de los activos de las Compañías Objeto de Compra en el transcurso ordinario de sus actividades), y si dicha transacción se llevase finalmente a término, entonces, inmediatamente después del cierre de dicha transacción, los Vendedores tendrán que pagar al Comprador, u obligarán a pagar a las Compañías Objeto de Compra, la suma de _____\$. Esta penalización no será la única compensación que este acuerdo permita al Comprador en caso de incumplimiento por los Vendedores de la sección 2 de esta Segunda Parte o de cualquiera de las disposiciones vinculantes, permitiéndose al Comprador ejercer cualquier otro derecho y rectificación permitido por la ley.

4. Dirección del negocio

Durante el período comprendido entre la Fecha de Firma y la Fecha de Conclusión, los Vendedores harán que las Compañías Objeto de Compra continúen con sus actividades habituales y se abstengan de llevar a cabo cualquier transacción extraordinaria.

5. Confidencialidad

Con las excepciones legales pertinentes, el Comprador no divulgará ni utilizará, e indicará a sus representantes que no divulguen ni utilicen en

detrimento de los Vendedores o de las Compañías Objeto de Compra, la información confidencial (como se define a continuación) de las Compañías Objeto de Compra que el Vendedor, las Compañías Objeto de Compra, o sus respectivos representantes suministren al Comprador o a sus representantes en cualquier momento o forma, exceptuándose aquella información necesaria para evaluar la operación propuesta en este acuerdo. A efectos de esta sección se entiende por «Información Confidencial» cualquier información sobre las Compañías Objeto de Compra que lleve el sello de «confidencial» o que los Vendedores identifiquen por escrito como tal al Comprador inmediatamente después de compartirla, con la excepción de que (i) dicha información ya fuera conocida por el Comprador, o sus representantes, o por terceros no sometidos a un deber de confidencialidad, o que dicha información se hubiera hecho pública por razones ajenas al Comprador o sus representantes, (ii) de que fuera necesario o apropiado el uso de dicha información para presentar una solicitud u obtener cualquier consentimiento o aprobación necesario para llevar a cabo la Posible Adquisición, o (iii) de que fuera necesario o apropiado presentar o usar tal información para llevar a cabo acciones legales. A petición por escrito de los Vendedores, el Comprador deberá destruir o devolver de inmediato a los Vendedores o las Compañías Objeto de Compra cualquier Información Confidencial que esté en su poder, y certificar por escrito a los Vendedores que dichas acciones se han llevado a cabo.

6. Confidencialidad

Con las excepciones legales pertinentes, ni el Comprador ni el Vendedor ni sus representantes podrán, sin el consentimiento previo por escrito de la otra Parte, ni directa ni indirectamente, hacer cualquier comentario público, declaración, o comunicación, ni divulgar o permitir la revelación de la existencia de discusiones sobre una posible transacción entre las Partes, así como de las cláusulas, condiciones u otros aspectos de la transacción propuestos en este acuerdo. Si una Parte fuera legalmente obligada a divulgar información confidencial, deberá primero proporcionar a la otra Parte el contenido de la información que se propone revelar, las razones por las que dicha divulgación es requerida por la ley, y la fecha y lugar en que tendrá lugar dicha divulgación.

7. Costes

El Comprador y cada Vendedor asumirán y serán responsables de la totalidad de sus propios costes y de los gastos (incluyendo las comisiones

de intermediación y los gastos de sus representantes) incurridos en cualquier momento para llevar a cabo la Posible Adquisición. No obstante lo anterior, Comprador y Vendedor pagarán cada uno la mitad de la tasa de presentación de las notificaciones requeridas por la Ley HSR.

8. Consenso

Durante el período comprendido entre la Fecha de Firma y la Fecha de Conclusión, el Comprador y cada Vendedor cooperarán entre sí y procederán tan pronto como sea razonablemente práctico a preparar y presentar las notificaciones requeridas por la Ley HSR.

9. Acuerdo completo

Las Disposiciones Vinculantes constituyen el acuerdo completo entre las partes, y sustituyen a todo acuerdo previo, oral o escrito, así como a los entendimientos, representaciones y garantías, comportamientos y negociaciones que las partes hayan tenido en relación a los asuntos motivo de este acuerdo. Salvo disposición en contra indicada en el presente documento, las Disposiciones Vinculantes solo podrán ser enmendadas o modificadas por un escrito firmado por todas las Partes.

10. Legislación aplicable

Las Disposiciones Vinculantes se regirán e interpretarán conforme a las leyes del Estado de _____, sin tener en cuenta conflictos de principios legales.

11. Jurisdicción: Notificación de demandas judiciales

Cualquier acción o procedimiento destinado a hacer cumplir las disposiciones o derechos surgidos del presente Acuerdo podrán ser interpuestos contra cualquiera de las partes en los tribunales del Estado de _____, Condado de _____ o, si tuviera o pudiera tener jurisdicción, en el Tribunal de Distrito de Estados Unidos para el _____, Distrito de _____, y cada una de las partes acepta la jurisdicción de dichos tribunales (y de los tribunales de apelación apropiados) en cualquier acción o procedimiento, y renuncia a cualquier objeción a la jurisdicción que aquí se establece. Cualquier acción o procedimiento indicados en la frase anterior podrá motivar una demanda judicial contra las partes en cualquier lugar del mundo.

12. Vigencia

Las Disposiciones Vinculantes dejarán de tener vigor automáticamente el ____ de _____ de 20 y podrán concluirse anticipadamente mediante notificación escrita por una de las partes a la otra de forma unilateral, por cualquier razón, con o sin causa alguna, en cualquier momento; con la condición empero de que el fin de la vigencia de las Disposiciones Vinculantes no afecte a la responsabilidad legal de las partes en caso de incumplimiento de las Disposiciones Vinculantes anteriores al fin del período de vigencia. Una vez terminado el período de vigencia de las Disposiciones Vinculantes, las partes no tendrán mayores obligaciones salvo lo dispuesto en las secciones 2, 3, 5, 7, 9, 10, 11, 12, 13 y 14 de esta Segunda Parte, cuya vigencia continuará a la conclusión de este acuerdo.

13. Duplicados

Este Acuerdo podrá firmarse en uno o más ejemplares duplicados, cada uno de los cuales serán considerados copia original de este Acuerdo y en conjunto se considerarán un único y mismo acuerdo.

14. Exención de Responsabilidades Legales

Las secciones y disposiciones de la Primera Parte de este acuerdo ni constituyen ni darán lugar a ninguna obligación jurídicamente vinculante de cualquiera de las Partes o de las Compañías Objeto de Compra. Por otra parte, salvo lo dispuesto expresamente en las Disposiciones Vinculantes (o lo que disponga expresamente cualquier acuerdo por escrito vinculante que las Partes pudieran concertar en el futuro), ninguna acción ni conducta pasada o futura, ni ninguna falta de actuación en relación a la Posible Adquisición, o en relación a la negociación de las cláusulas de la Posible Adquisición o del Acuerdo Definitivo, dará lugar o servirá de base para cualquier obligación o responsabilidad legal de las Partes o de cualquiera de las Compañías Objeto de Compra.

Si estuviese de acuerdo con lo anterior, por favor firme y háganos llegar una copia de este acuerdo de intenciones, que acto seguido se convertirá en nuestro compromiso respecto al asunto aquí tratado.

Atentamente,
COMPRADOR:

Firma: _____

Nombre: _____

Título: _____

Firmado y acordado según las Disposiciones Vinculantes el

____ de _____ de 20__

POTENCIALES VENDEDORES:

Anexo C: Recursos adicionales

En los últimos años ha habido una explosión de recursos para el *emprendimiento*, y entre ellos muchos destinados a financiar empresas. A continuación se presentan varios de los más importantes.

Aceleradoras. Por todo el mundo han aparecido aceleradoras que siguen los modelos de TechStars (www.techstars.com) y Y Combinator (<http://ycombinator.com>). Estos programas suelen invertir en las empresas una modesta cantidad de dinero (alrededor de 20.000 dólares) a cambio de una pequeña cantidad de su capital social (normalmente un 6 por ciento). Las empresas pasan luego por un programa intensivo de 90 días a tiempo completo en el que aceleran la puesta en marcha de sus *startups* con la ayuda de la aceleradora, mentores y de la comunidad de *startups* cercana. Hace varios años TechStars fundó la *Global Accelerator Network* (<http://gan.co>) en un esfuerzo por unir a las mejores aceleradoras y compartir buenas prácticas entre ellas. Recientemente han comenzado a aparecer varias aceleradoras corporativas como la de Microsoft (<https://www.microsoftventures.com/>).

Ask the VC (www.askthevc.com). Esta es la web complementaria de nuestro libro, mantenida por nosotros. En ella actualizamos un blog en el que contestamos a las preguntas que nos envían por la web, y donde seleccionamos grandes *posts* de blogs de otros inversores de capital riesgo. La web incluye los formularios de Foundry Group, otros modelos de documentos financieros y ejemplos de documentos de operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A). Tenemos también una lista de los muchos cursos universitarios que utilizan *Cómo cerrar rondas de financiación con éxito. Una guía práctica para operaciones de capital riesgo*, junto con el plan de estudios de estos cursos. Prevemos lanzar a finales de 2012 un manual de enseñanza universitaria para este libro y recursos adicionales para educadores en la web www.askthevc.com.

Crowdfunding. El *crowdfunding* o financiación participativa es una nueva forma de financiación que Internet ha hecho posible. Conocidas webs como Kickstarter (www.kickstarter.com) e Indiegogo (www.indiegogo.com) han popularizado la primera fase de esta actividad, en la que las empresas pueden utilizar el *crowdfunding* para conseguir dinero con el que construir sus productos. En el modelo actual las empresas están efectivamente consiguiendo que sus clientes paguen por adelantado su producto o servicio.

En abril de 2012 se aprobó en Estados Unidos la ley *Jumpstart Our Business Startups* (JOBS) que hace posible el uso del *crowdfunding* de inversión o *equity crowdfunding*, o habilita a las empresas a usar la noción de *crowdfunding* para levantar capital. En el momento de escribir estas líneas todavía se está trabajando en la normativa específica que va a regular esto, aunque esperamos que el *crowdfunding* tenga un impacto importante en la financiación de empresas en fases iniciales. Independientemente de cómo quede la normativa, nosotros siempre te recomendamos que sepas quiénes invierte en tu compañía y qué les motiva a invertir.

Crunchbase. Si buscas información sobre qué empresas han sido financiadas con capital riesgo y por quién, Crunchbase (www.crunchbase.com) es el mejor recurso gratuito que conocemos. Ten en cuenta que, como pasa con toda información de empresas privadas, la exactitud varía mucho, así que encontrarás un poco de ruido aquí; pero en general la calidad es alta. Si no tienes una fuerte red de contactos en el mundo VC, Crunchbase puede ayudarte a identificar a los fondos de capital riesgo que pudieran estar interesados en tu empresa.

Educación. Hay una enorme cantidad de recursos educativos para emprendedores en la web. Entre nuestros favoritos están la Fundación Kauffman (www.kauffman.org), la *Entrepreneurship Corner* de la Universidad de Stanford (<http://ecorner.stanford.edu>), los cursos de capital de riesgo de Khan Academy (<https://www.khanacademy.org/economics-finance-domain/core-finance>), y el *Silicon Flatirons Center* justo aquí, en nuestro pueblecito de Boulder, Colorado (www.siliconflatirons.com).

National Venture Capital Association. La NVCA (www.nvca.org) guarda el más amplio número de modelos de documentos usados en operaciones financieras. Si estás confundido acerca de algún término que no hemos explicado en este libro, echa un vistazo a la web de la NVCA, ya que aborda todas las cláusulas que hemos llegado a ver en un *term sheet*, incluso las más atroces.

Otros blogs de tecnología. Hay muchísimos bloggers tecnológicos y de capital riesgo que producen significativas cantidades de excelente contenido. Tenemos una lista de todos los bloggers de capital riesgo que conocemos en el lado derecho de *Ask the VC* (www.askthevc.com). Algunos buenos amigos nuestros como Fred Wilson (www.avc.com), Mark Suster (www.bothsidesofthetable.com), David Cohen (<http://davidcohen.wpengine.com/>) y Seth Levine (www.sethlevine.com) escriben regularmente excelente contenido. Brownstein & Egusa

(www.brownsteinegusa.com/find-tech-reporters) también dispone de una amplia lista de periodistas y blogueros de tecnología.

StartUp America. La asociación StartUp America fue creada en 2010 con la simple premisa de que las empresas creen puestos de trabajo y riqueza (www.startupamericapartnership.org). Actualmente miles de compañías se aprovechan de los recursos proporcionados por StartUp America, y en el momento de escribir estas líneas más de 30 estados han creado StartUp Regions (por ejemplo, StartUp Colorado en www.startupcolorado.com).

Webs de inversiones ángel y semilla. Si eres un emprendedor que busca levantar capital, o eres un *business angel* o un fondo de de capital riesgo semilla en busca de inversiones semilla o de etapas iniciales, hay una serie de webs que ofrecen listas de estas personas y ofertas de inversión y ponen en contacto a proyectos e inversores. Los dos más populares, AngelList (www.angel.co) y Gust (www.gust.com), se han convertido en recursos muy potentes para emprendedores e inversores.

Glosario español – inglés

Acciones / Shares: En el derecho español *shares* son *acciones* de una Sociedad Anónima y *participaciones* de una Sociedad Limitada. En el libro denominamos a ambas como *acciones*.

Acciones ordinarias / Common stock: Tipo de acciones con la menor cantidad de derechos, privilegios y preferencias. Normalmente los empleados y fundadores de una empresa tienen acciones ordinarias, ya que el precio que pagan por estas acciones puede ser mucho menor del que se paga por las acciones preferentes.

Acciones preferentes / Preferred stock: Un tipo de acciones que cuenta con condiciones, derechos y privilegios preferentes comparados con las acciones ordinarias.

Aceleración *double-trigger* / Double-trigger acceleration: Una cláusula que describe la situación en la que una persona recibiría una consolidación acelerada de sus derechos sobre acciones. En una situación *double-trigger* dos hechos provocarían la consolidación acelerada, como por ejemplo la fusión de una empresa junto con el despido de una persona.

Aceleración *Single-Trigger* / Single-trigger acceleration: Término usado para describir una situación (en una fusión, por ejemplo) en la que una persona vería acelerada la consolidación de sus derechos sobre acciones (*vesting*).

Aceleradora / Accelerator: Programa destinado a mentorizar y acelerar el crecimiento y el éxito de una empresa de nueva creación (*startup*).

Acuerdo de confidencialidad / Nondisclosure agreement o NDA: Un acuerdo por el que una de las partes se compromete a no compartir la información confidencial de la otra.

Acuerdo de exclusividad / No-shop agreement: Pacto entre el inversor y la empresa a invertir mediante el cual esta última se compromete durante un periodo determinado (normalmente el destinado a negociar el pacto de accionistas y realizar la *due dilligence*) a respetar la exclusividad del inversor para invertir en su empresa en el importe que se haya acordado.

Acuerdo de intenciones / Letter of intent o LOI: Una carta de intenciones o *term sheet* para un acuerdo de compra de acciones, adquisición plena o fusión

entre empresas.

Acuerdo de sociedad limitada / *Limited partnership agreement* o LPA: Contrato entre un fondo de capital riesgo y sus inversores.

Adquisición / *Acquisition*: Una transacción entre dos empresas en la que una compra a la otra.

Ajuste del precio de conversión / *Conversion price adjustment*: Método por el que se lleva a cabo un ajuste antidilución. Esto permite que las acciones preferentes puedan convertirse en más acciones ordinarias de las que originalmente se acordaron, y por tanto permite que los titulares de acciones preferentes sean dueños de más acciones y derechos de voto al convertirse todos los valores en acciones ordinarias.

Analista / *Analyst*: Una persona muy joven en una firma de capital riesgo, habitualmente un recién graduado de la universidad.

Antidilución / *Antidilution*: Una cláusula para proteger la valoración de las acciones de los inversores normalmente respecto al precio al que han entrado en la ronda correspondiente. Esto se logra revalorizando las acciones a un precio inferior por acción si la compañía completa una ronda a una valoración más baja que la de la ronda en la que entraron los inversores que tienen derecho a esta cláusula. Normalmente se trata de la ronda anterior.

Antidilución basada en *ratchets* / *Ratchet-based antidilution*: Un estilo de antidilución que revalora las acciones de rondas anteriores de las que es titular un inversor, generalmente mediante un ajuste del precio de conversión, al precio pagado en la ronda actual.

Antidilución de base amplia / *Broad-based antidilution*: El denominador en un cálculo de antidilución de promedio ponderado (*weighted average antidilution*) que considera que todas las acciones de la empresa están totalmente diluidas. A la visión contraria (todas las acciones de la empresa *no* están totalmente diluidas) se la denomina antidilución de base estrecha (*narrow-based antidilution*).

Antidilución ponderada / *Weighted average antidilution*: Un estilo de antidilución que revaloriza el precio de la inversión de un inversor generalmente mediante un ajuste del precio de conversión a un precio más bajo por acción, pero que tiene en cuenta el efecto relativo de la cantidad de acciones vendidas en la ronda actual.

Asesores / *Advisors*: Personas que asesoran a las *startups*. Normalmente se les paga con algún tipo de compensación por su trabajo.

Asociado / Associate: Una persona en un fondo de capital riesgo involucrada en el análisis y gestión de una operación. La antigüedad y experiencia / *seniority* de las personas a las que se les encarga este puesto varía según la empresa, pero por lo general los asociados necesitan que un *general partner* apoye sus actividades.

Base de opciones sobre acciones / Basis of stock options: El precio al que se puede ejercer una opción de compra sobre acciones.

Capital social / Equity: Títulos de propiedad de una empresa.

Carta de derechos de gestión / Management rights letter: Documento que autoriza a un fondo de capital riesgo a influir o participar de manera significativa en la gestión de la empresa invertida, en las reuniones del consejo de administración, y a inspeccionar los libros y registros de la compañía. En Estados Unidos los fondos también solicitan estos derechos para quedar exentos de las limitaciones a su actividad que impone la ley *Employee Retirement Income Security Act* de 1974.

Carve-out (para capital y rondas de financiación): Compromiso de los accionistas a entregar un pago preferente (normalmente a ejecutivos y empleados de una compañía) por delante del de los accionistas que aceptan el *carve-out*. Estos *carve-out* se suelen ver en situaciones en las que las preferencias de liquidación son tales que desmotivan a los empleados de la empresa a tener suficientes intereses financieros en un evento de liquidación.

Carve-out (fusiones): En el contexto de una fusión, ciertas representaciones y garantías indemnizadas aparte del depósito de garantía (*escrow*).

Cláusula de arrastre / Drag-along agreement: Cláusula que da un poder determinado a las acciones de las que uno es titular para votar de la misma manera en la que otros votan en un tema en particular. También se hace referencia a la cláusula que permite que un socio o grupo de socios (sean mayoritarios o minoritarios) pueden arrastrar de forma obligatoria a los otros socios a la venta de la compañía en el caso de que exista una oferta de compra por parte de un tercero. Esta cláusula se puede instrumentalizar de diferentes formas: sujeta a un horizonte temporal, un valor mínimo de empresa u otras condiciones.

Cláusula de personas clave / Key man clause: Disposición contractual en el acuerdo de asociación limitada (*limited partnership agreement*) que describe lo que pasaría si algunos socios concretos abandonan el fondo de capital riesgo.

Cláusulas de protección / Protective provisions: Derechos contractuales que

permiten a los titulares de acciones preferentes votar en ciertos asuntos importantes relacionados con la empresa.

Comisión de gestión / *Management fee*: La cuota que los fondos de capital riesgo tienen derecho a percibir de sus socios limitados (LP) para gestionar sus operaciones con independencia del rendimiento del fondo.

Compromiso de los GP / *GP commitment*: Cantidad de dinero, normalmente entre el 1 y 5 por ciento del fondo, que los socios generales (GP) invierten en su propio fondo.

Control (derechos de) / *Control*: Cláusulas que permiten que un VC ejerza control o derecho de veto en una operación.

Conversión (base de) / *As-converted basis*: Contemplar el capital social de la compañía sobre la base de que todas las acciones preferentes hayan sido convertidas en acciones ordinarias.

Cualificadores de materialidad o importancia / *Materiality qualifiers*: Inserción de la palabra *material* delante de algunas cosas, como por ejemplo cláusulas de protección.

Deberes fiduciarios / *Fiduciary duties*: Una obligación legal y ética que una persona tiene con una entidad.

Depósito en garantía / *Escrow*: Porción del pago retenido por la empresa compradora tras una adquisición antes de asegurarse de que las representaciones y garantías de la empresa comprada son ciertas.

Derecho de acompañamiento / *Tag Along*: Derecho que permite que los socios minoritarios puedan vender sus participaciones o acciones en las mismas condiciones que lo haga el socio mayoritario. Para ello, este último deberá comunicar a los minoritarios que hay un comprador, las condiciones que ofrece y preguntarles si desean vender. Esta cláusula se puede instrumentalizar de diferentes maneras, vinculando al comprador para que haga extensiva su oferta a todos los socios que quieran vender o bien se efectúa un prorrateo de la oferta de compra entre los que quieran vender.

Derecho de prorrateo / *Pro rata right*: Derecho de un accionista a adquirir en una futura ronda de financiación un número de acciones equivalente al porcentaje de acciones de las que sea titular cuando tenga lugar dicha ronda.

Derecho de rescisión / *Right of rescission*: Derecho de los accionistas a forzar a la empresa a recomprar sus acciones, acciones concedidas generalmente a personas que desde un principio no debían haberlas comprado según las leyes federales norteamericanas de valores.

Derecho de retorno / *Clawback*: Esta cláusula se puede aplicar en varias circunstancias bien sea en sistemas de compensación para empleados, ejecutivos o fundadores (que pueden estar vinculados al cumplimiento de un horizonte temporal de permanencia en la empresa y/o unos objetivos, normalmente económicos) o bien se refiera a cualquier dinero, beneficios que se hayan entregado y que bajo unas circunstancias especiales que siempre tendrán que estar recogidas contractualmente se tengan que devolver. Esta cláusula también la podemos encontrar en aquellos casos en los que el emprendedor y el inversor no se ponen de acuerdo sobre la valoración de la empresa, y se acuerda que los emprendedores tienen el derecho a recibir un paquete adicional de acciones en el caso que se cumplan unos objetivos (normalmente vinculados a ventas, caja y EBITDA) o bien en el contrato del vehículo de inversión de un fondo de capital riesgo, que permite que los inversores (LP) recuperen dinero si el fondo se ha pagado excesivamente a sí mismo con su *carry*.

Derechos económicos / *Economics*: Cláusulas que afectan a la rentabilidad de la inversión de un fondo de capital de riesgo en una empresa.

Deuda convertible / *Convertible debt*: Un instrumento de deuda o préstamo que un inversor da a una compañía con la intención de que se convierta más tarde en capital social y de que no se devuelva, como le sucedería a un préstamo bancario normal.

Diligencia debida / *Due diligence*: Proceso por el que los inversores analizan una compañía en la que están pensando en invertir.

Dilución inversa / *Reverse dilution*: Situación en la que una empresa recupera acciones de empleados que dejaron la empresa y cuyos derechos sobre dichas acciones no se habían consolidado, provocando así un incremento de titularidad de todos los accionistas de esa empresa.

Director / *Principal*: Un socio junior en una firma de capital riesgo.

Director general / *Managing director* o MD: Un socio senior en una firma de capital riesgo.

Director gerente ejecutivo / *Executive managing director*: Un socio senior en un fondo de capital riesgo que es superior a un Director general (*Managing director* o MD) o a un socio general (*General partner* o GP).

Ejercicio / *Exercise*: Acto de compra de acciones de acuerdo con lo establecido por una opción de acciones (*stock option*) o por un *warrant*.

Elemento de trueque / *Barter element*: El precio al que se puede ejercer una

opción de compra sobre acciones.

Empleado a voluntad / *At-will employee*: En Estados Unidos, un empleado que no tiene un contrato formal de trabajo y cuya vinculación con la empresa puede ser cancelada por cualquier motivo.

Emprendedor / *Entrepreneur*: Alguien que crea una nueva empresa, en algunos casos también conocida como *startup*. Es necesario aclarar que no toda nueva empresa se puede considerar *startup*.

Emprendedor en residencia / *Entrepreneur in residence* o **EIR:** Una persona en una empresa de capital riesgo, generalmente un antiguo emprendedor, que está ayudando a la firma a encontrar operaciones en las que invertir, o que está trabajando en su próxima empresa y en la que el fondo de capital riesgo algún día invertirá.

Empresa gestora / *Management company*: Entidad que da servicio a cada fondo que levanta una firma de capital riesgo.

Etapas semilla / *Seed stage*: Una empresa *startup* en su infancia.

Evento de liquidación o evento de liquidez / *Liquidation event* o *liquidity event*: Cuando una empresa se vende y deja de existir como compañía independiente.

Fondo de capital riesgo / *VC fund*: Un fondo de inversión que gestiona dinero de inversores que buscan tomar participaciones vía capital en *startups* y empresas de tamaño medio que tengan alto potencial de crecimiento. Este tipo de inversión está considerada de alto riesgo y alto potencial de retorno.

Fundador / *Founder*: Alguien que crea una nueva empresa, también denominada en algunos casos *startup* siempre que sea innovadora y con un alto potencial de crecimiento en un periodo de tiempo determinado.

Ganancia a la salida / *Earn-out*: Cantidad de dinero acordada por la empresa compradora y la empresa comprada que recibirán los antiguos accionistas de la empresa comprada si se consiguen ciertos hitos de desempeño tras la fusión.

Indemnización / *Indemnification*: Promesa de una parte de proteger a la otra parte si algo va mal.

Inversión interfondos / *Cross-fund investment*: Cuando una firma de capital riesgo opera más de un fondo, y más de un fondo invierte en la misma empresa.

Inversor acreditado / *Accredited Investor*: Según lo definido por las leyes

federales norteamericanas de valores, una persona autorizada a invertir en nuevas empresas (*startups*) y en otros valores de alto riesgo emitidos por empresas privadas.

Inversor ángel / *Angel investor* o *Business angel*: Una persona que proporciona capital a una empresa de nueva creación (*startup*). Esta persona suele ser económicamente independiente e invierte su propio dinero en la compañía.

Inversor de capital riesgo / *Venture Capitalist* (VC): Una persona que invierte en *startups*.

Inversor líder / *Lead investor*: Inversor que lidera una ronda de inversión y se responsabiliza de la negociación del *term sheet*, revisión del pacto de accionistas, coordinación de la *due diligence* y otros formalismos necesarios, y en algunos casos busca al resto de inversores necesarios para el cierre de la operación. En ocasiones se trata del inversor que aporta más capital a la ronda y normalmente es el más activo antes y después del cierre.

Inversor principal / *Major investor*: Concepto utilizado en operaciones de capital de riesgo que permite que una empresa distinga qué accionistas adquieren más acciones que otros.

Juego de una sola tirada / *Single-play game*: Un término en teoría de juegos que se ocupa de un juego o situación en la que la relación no continúa una vez terminado el juego.

Juego multitirada / *Multiplay game*: Un término en teoría de juegos que se ocupa de un juego o situación en la que la relación continúa una vez que se ha terminado el juego, como el caso de una ronda de financiación de capital riesgo tras la cual, una vez completada la transacción, inversor y emprendedor unirán recursos para trabajar juntos.

Límite, tope, techo / *Cap*: El techo de valoración que existe en una operación de deuda convertible.

Límite del depósito en garantía / *Escrow cap*: En una fusión, cantidad de dinero que se reserva para solucionar incumplimientos del acuerdo de fusión.

Llamada de capital / *Capital call*: Método por el que un fondo de capital riesgo solicita que sus inversores aporten su parte proporcional del dinero solicitado para poder hacer inversiones, pagar gastos o comisiones de gestión.

Mejor alternativa a un acuerdo negociado (MAAN) / *Best alternative to negotiated agreement* (BATNA): Un plan B si no se alcanza un acuerdo entre dos partes.

Memorando de colocación privada / *Private placement memorandum* o PPM: Un extenso documento legal preparado por la compañía, sus asesores financieros y sus abogados, que presenta una versión amplia del plan de negocio, creada para colocar acciones entre los inversores en un proceso de venta restringido o privado.

Mentor / *Mentor*: Persona que asesora a *startups* o a sus ejecutivos. Normalmente no se les paga.

Micro VC / *Micro VC*: Un superángel que levanta un pequeño fondo formado por inversores profesionales.

Nota convertible o préstamo convertible / *Convertible note*: Préstamo que tiene la opción de convertirse automáticamente en capital en el momento en que se produce un evento concreto de financiación cualificada. Normalmente incluye, entre otros, una serie de parámetros como techo de valoración, tiempo de madurez/conversión, descuento, tipo de interés e importe mínimo de financiación cualificada.

Oferta Pública de Venta / *Initial public offering* o IPO: Salida inicial a bolsa de una empresa.

Opción sobre acciones / *Stock option*: Derecho de compra de acciones en una empresa.

Pagar para jugar / *Pay-to-play*: Cláusula que obliga a los inversores de capital riesgo a seguir invirtiendo en futuras rondas de financiación o a que sus posiciones de propiedad en la empresa sufran consecuencias adversas.

***Pari passu*:** Cuando todas las clases de acciones preferentes tienen derechos de pago equivalentes en una liquidación.

Participación en Beneficios / *Carried interest* o *Carry*: Los beneficios a los que los fondos de capital riesgo tienen derecho tras devolver el capital comprometido con sus inversores. Normalmente oscila entre un 20 y un 30 por ciento.

Período de compromiso / *Commitment period*: Duración de tiempo que tiene un fondo de capital riesgo para encontrar nuevas empresas e invertir en ellas, por lo general son cinco años.

Plazo de inversión / *Investment term*: Plazo de tiempo en que un fondo de capital riesgo puede permanecer activo, habitualmente 10 años con dos prórrogas de un año.

***Postmoney*:** Valor de una compañía después de que un inversor haya puesto

dinero en la misma.

Precio de ejercicio / *Strike price*: Precio al que puede ejercerse una opción sobre acciones.

Precio por acción / *Price per share*: Cantidad de dinero asignada a comprar una sola acción.

Preferencia acumulada en cascada / *Stacked preference*: Cuando las diferentes clases de acciones preferentes tienen derechos de pago por delante de los de otras clases de acciones preferentes.

Preferencias combinadas / *Blended preferences*: Cuando todas las clases de acciones preferentes tienen derechos de pago equivalentes en una liquidación.

Preferencia en la liquidación / *Liquidation preference*: Derecho dado a una clase de acciones preferentes que les permite recibir el importe de una liquidación antes que otras clases de acciones.

Preferentes *light* / *Light preferred*: Una ronda de financiación con acciones preferentes que tiene unas cláusulas muy simples y suavizadas.

***Premoney*:** Valor atribuido a una compañía por un inversor antes de invertir en la misma.

Préstamo puente / *Bridge loan*: Un préstamo que los inversores conceden a una empresa con la intención de que el dinero se destine a financiar la compañía hasta su siguiente ronda de financiación de capital.

Presupuesto de opciones / *Option budget*: La cantidad de opciones que una empresa tiene previsto asignar a los empleados durante un período finito de tiempo.

Puerto seguro / *Safe harbor*: Una forma legal de escapar de las responsabilidades de una normativa si una parte realiza ciertos actos definidos por dicha ley.

Recompra por situación adversa / *Adverse change redemption*: Un tipo de derecho de recompra por el que un accionista consigue el derecho de redimir sus acciones si algo adverso sucede a la empresa.

Representaciones y garantías / *Representations and warranties*: Disposiciones en un acuerdo de compra o fusión por las que la empresa garantiza como ciertos una serie de hechos sobre sí misma.

Reserva de acciones para empleados / *Employee pool*: Acciones reservadas por una empresa para poder ofrecer opciones sobre acciones a los empleados.

Reserva de opciones / *Option pool*: Acciones reservadas por una compañía para poder proporcionar opciones sobre acciones (*stock options*) a los empleados. También se les denomina *Employee stock options plan* (ESOP)

Reservas / *Reserves*: Cantidad de dinero que una firma de capital riesgo asigna en sus libros a una compañía particular de su cartera para futuras inversiones.

Resumen ejecutivo / *Executive summary*: Un breve documento, normalmente de una a tres páginas, que resume los hechos y estrategias de una compañía.

Retención / *Holdback*: Porción del pago retenido por la empresa compradora tras una adquisición antes de asegurarse de que las representaciones y garantías de la empresa comprada son ciertas.

Ronda a la baja / *Down round*: Una ronda de financiación que está a una valoración más baja que la anterior.

Ronda de financiación Serie A / *Series A financing*: La segunda o tercera ronda de financiación levantada por una empresa tras la ronda que se produce en fase *friends fools and family* y la ronda en fase *seed* (semilla). Se pueden producir casos en los que haya varias rondas *seed* antes de la ronda de serie A.

Ronda plana / *Flat round*: Una ronda de financiación hecha a la misma valoración *postmoney* que la ronda anterior.

Ronda semilla de acciones preferentes / *Seed preferred round*: Lo mismo que las Preferentes *light*: una versión simple y suavizada de una ronda de financiación de acciones preferentes.

Serie de financiación semilla / *Series seed financing*: Una pequeña ronda de financiación que se produce antes de la Serie A y que frecuentemente es la primera de la compañía.

Sindicato de inversores / *Syndicate*: Grupo de inversores que invierten en una *startup*.

Sociedad general / *General partnership*: Entidad que gestiona el vehículo de inversión de la asociación de responsabilidad limitada (*limited partnership* o LP).

Sociedad vehículo de responsabilidad limitada vehículo / *Limited partnership* o LP: Entidad, también llamada vehículo, utilizada por los socios con responsabilidad limitada para invertir en un fondo de capital riesgo.

Socio empresarial / *Venture Partner*: Un puesto en una firma de capital riesgo normalmente por debajo del director general (*Managing Director*) y por encima del director (*Principal*).

Socio fundador general / *Founding general partner*: Socio senior de un fondo de capital riesgo que fundó la empresa.

Socio general / *General partner* o **GP:** Un socio senior en una firma de capital riesgo.

Socio operativo / *Operating partner*: Un puesto en una firma de capital riesgo normalmente por debajo del director general, pero por encima del director (*principal*).

Socios limitados / *Limited partners* o **LP:** Inversores de un fondo de capital riesgo con responsabilidades limitadas respecto a las sociedades que han invertido.

Superángel / *Super angel*: Un inversor ángel muy activo y experto.

Superderechos de prorrateo / *Super pro rata rights*: Derecho de los accionistas a adquirir en una futura ronda de financiación un número de acciones equivalente a un múltiplo del porcentaje de acciones de las que son titulares cuando tiene lugar dicha ronda.

Tabla de capitalización / *Capitalization table* o *cap table*: Una hoja de cálculo que define los aspectos económicos de una operación de compra de acciones. Contiene una descripción detallada de todos los propietarios de acciones de una empresa.

Teoría de juegos / *Game theory*: Concepto que afirma que las acciones que toma uno dependen de las acciones que otras personas pueden o no tomar, y los incentivos inherentes a estas acciones.

***Term Sheet* / Lista de condiciones:** Un documento que resume las cláusulas clave de una posible ronda de financiación.

Totalmente diluida / *Fully diluted*: Una cláusula que define explícitamente que todos los derechos de compra de capital social deben estar en el cálculo de la valoración.

Valor justo de mercado / *Fair market value*: El precio al que un tercero pagaría algo en el mercado.

Valoración / *Valuation*: Valor atribuido a una empresa por un inversor.

Venta secundaria / *Secondary sale*: Venta por parte de un fondo de capital riesgo a un tercero en una transacción privada de acciones de una sociedad de

su cartera o de toda su cartera.

Vesting: Periodo de tiempo necesario para que se puedan ir consolidando las opciones sobre acciones a las que un empleado o fundador de una *startup* tiene derecho.

Warrant: Opción de adquisición de acciones u otros derechos de una empresa en un plazo superior a 1 año que no cotiza en bolsa.

Zona de insolvencia / *Zone of insolvency*: Cuando una empresa es casi insolvente y no tiene activos con los que pagar sus pasivos.

Glosario inglés – español

Accelerator / Aceleradora: Programa destinado a mentorizar y acelerar el crecimiento y el éxito de una empresa de nueva creación (*startup*).

Accredited investor / Inversor acreditado: Según lo definido por las leyes federales norteamericanas de valores, una persona autorizada a invertir en nuevas empresas (*startups*) y en otros valores de alto riesgo emitidos por empresas privadas.

Acquisition / Adquisición: Una transacción entre dos empresas en la que una compra a la otra.

Adverse change redemption / Recompra por situación adversa: Un tipo de derecho de recompra por el que un accionista consigue el derecho de redimir sus acciones si algo adverso sucede a la empresa.

Advisors / Asesores: Personas que asesoran a las *startups*. Normalmente se les paga con algún tipo de compensación por su trabajo.

Analyst / Analista: Una persona muy joven en una firma de capital riesgo, habitualmente un recién graduado de la universidad.

Angel investor o Business angel / Inversor ángel: Una persona que proporciona capital a una empresa de nueva creación (*startup*). Esta persona suele ser económicamente independiente e invierte su propio dinero en la compañía.

Antidilution / Antidilución: Una cláusula para proteger la valoración de las acciones de los inversores normalmente respecto al precio al que han entrado en la ronda correspondiente. Esto se logra revalorizando las acciones a un precio inferior por acción si la compañía completa una ronda a una valoración más baja que la de la ronda en la que entraron los inversores que tienen derecho a esta cláusula. Normalmente se trata de la ronda anterior.

As-converted basis / Conversión (base de): Contemplar el capital social de la compañía sobre la base de que todas las acciones preferentes hayan sido convertidas en acciones ordinarias.

Associate / Asociado: Una persona en un fondo de capital riesgo involucrada en el análisis y gestión de una operación. La antigüedad y experiencia / *seniority* de las personas a las que se le encarga este puesto varía según la

empresa, pero por lo general los asociados necesitan que un *general partner* apoye sus actividades.

At-will employee / Empleado a voluntad: En Estados Unidos, un empleado que no tiene un contrato formal de trabajo y cuya vinculación con la empresa puede ser cancelada por cualquier motivo.

Barter element / Elemento de trueque: El precio al que se puede ejercer una opción de compra sobre acciones.

Basis of stock options / Base de opciones sobre acciones: El precio al que se puede ejercer una opción de compra sobre acciones.

Best alternative to negotiated agreement (BATNA) / Mejor alternativa a un acuerdo negociado (MAAN): Un plan B si no se alcanza un acuerdo entre dos partes.

Blended preferences / Preferencias combinadas: Cuando todas las clases de acciones preferentes tienen derechos de pago equivalentes en una liquidación.

Bridge loan / Préstamo puente: Un préstamo que los inversores conceden a una empresa con la intención de que el dinero se destine a financiar la compañía hasta su siguiente ronda de financiación de capital.

Broad-based antidilution / Antidilución de base amplia: El denominador en un cálculo de antidilución de promedio ponderado (*weighted average antidilution*) que considera que todas las acciones de la empresa están totalmente diluidas. A la visión contraria (todas las acciones de la empresa *no* están totalmente diluidas) se la denomina antidilución de base estrecha (*narrow-based antidilution*).

Business angel o Angel investor / Inversor ángel: Una persona que proporciona capital a una empresa de nueva creación (*startup*). Esta persona suele ser económicamente independiente e invierte su propio dinero en la compañía.

Cap / Límite, tope, techo: El techo de valoración que existe en una operación de deuda convertible.

Capital call / Llamada de capital: Método por el que un fondo de capital riesgo solicita que sus inversores aporten su parte proporcional del dinero solicitado para poder hacer inversiones, pagar gastos o comisiones de gestión.

Capitalization table (Cap table) / Tabla de capitalización: Una hoja de cálculo que define los aspectos económicos de una operación de compra de acciones. Contiene una descripción detallada de todos los propietarios de

acciones de una empresa.

Carried interest o Carry / Participación en beneficios: Los beneficios a los que los fondos de capital riesgo tienen derecho tras devolver el capital comprometido con sus inversores. Normalmente oscila entre un 20 y un 30 por ciento.

Carve-out (para capital y rondas de financiación): Compromiso de los accionistas a entregar un pago preferente (normalmente a ejecutivos y empleados de una compañía) por delante del de los accionistas que aceptan el *carve-out*. Estos *carve-out* se suelen ver en situaciones en las que preferencias de liquidación son tales que desmotivan a los empleados de la empresa a tener suficientes intereses financieros en un evento de liquidación.

Carve-out (fusiones): En el contexto de una fusión, ciertas representaciones y garantías indemnizadas aparte del depósito de garantía (*escrow*).

Clawback / Derecho de retorno: Esta cláusula se puede aplicar en varias circunstancias bien sea en sistemas de compensación para empleados, ejecutivos o fundadores (que pueden estar vinculados al cumplimiento de un horizonte temporal de permanencia en la empresa y/o unos objetivos, normalmente económicos) o bien se refiera a cualquier dinero, beneficios que se hayan entregado y que bajo unas circunstancias especiales que siempre tendrán que estar recogidas contractualmente se tengan que devolver. Esta cláusula también la podemos encontrar en aquellos casos en los que el emprendedor y el inversor no se ponen de acuerdo sobre la valoración de la empresa, y se acuerda que los emprendedores tienen el derecho a recibir un paquete adicional de acciones en el caso que se cumplan unos objetivos (normalmente vinculados a ventas, caja y EBITDA) o bien en el contrato del vehículo de inversión de un fondo de capital riesgo, que permite que los inversores (LP) recuperen dinero si el fondo se ha pagado excesivamente a sí mismo con su *carry*.

Commitment period / Período de compromiso: Duración de tiempo que tiene un fondo de capital riesgo para encontrar nuevas empresas e invertir en ellas, por lo general son cinco años.

Common stock / Acciones ordinarias: Tipo de acciones con la menor cantidad de derechos, privilegios y preferencias. Normalmente los empleados y fundadores de una empresa tienen acciones ordinarias, ya que el precio que pagan por estas acciones puede ser mucho menor del que se paga por las acciones preferentes.

Control / Control (derechos de): Cláusulas que permiten que un VC ejerza

control o derecho de veto en una operación.

Conversion price adjustment / Ajuste del precio de conversión: Método por el que se lleva a cabo un ajuste antidilución. Esto permite que las acciones preferentes puedan convertirse en más acciones ordinarias de las que originalmente se acordaron, y por tanto permite que los titulares de acciones preferentes sean dueños de más acciones y derechos de voto al convertirse todos los valores en acciones ordinarias.

Convertible debt / Deuda convertible: Un instrumento de deuda o préstamo que un inversor da a una compañía con la intención de que se convierta más tarde en capital social y de que no se devuelva, como le sucedería a un préstamo bancario normal.

Convertible note / Nota convertible o préstamo convertible: Préstamo que tiene la opción de convertirse automáticamente en capital en el momento que se produce un evento concreto de financiación cualificada. Normalmente incluye, entre otros, una serie de parámetros como techo de valoración, tiempo de madurez/conversión, descuento, tipo de interés e importe mínimo de financiación cualificada.

Cross-fund investment / Inversión interfondos: Cuando una firma de capital riesgo opera más de un fondo, y más de un fondo invierte en la misma empresa.

Director / Director: Un socio *junior* en una empresa de capital riesgo.

Double-trigger acceleration / Aceleración double-trigger: Una cláusula que describe la situación en la que una persona recibiría una consolidación acelerada de sus derechos sobre acciones. En una situación *double-trigger* dos hechos provocarían la consolidación acelerada, como por ejemplo la fusión de una empresa junto con el despido de una persona.

Down round / Ronda a la baja: Una ronda de financiación que está a una valoración más baja que la anterior.

Drag-along agreement / Cláusula de arrastre: Cláusula que da un poder determinado a las acciones de las que uno es titular para votar de la misma manera en la que otros votan en un tema en particular. También se hace referencia a la cláusula que permite que un socio o grupo de socios (sean mayoritarios o minoritarios) pueden arrastrar de forma obligatoria a los otros socios a la venta de la compañía en el caso de que exista una oferta de compra por parte de un tercero. Esta cláusula se puede instrumentalizar de diferentes formas: sujeta a un horizonte temporal, un valor mínimo de empresa u otras condiciones.

Due diligence / Diligencia debida: Proceso por el que los inversores analizan una compañía en la que están pensando en invertir.

Earn-out (ganancia a la salida): Una cantidad de dinero acordada por la empresa compradora y la empresa comprada que recibirán los antiguos accionistas de la empresa comprada si se consiguen ciertos hitos de desempeño tras la fusión.

Economics / Derechos económicos: Cláusulas que afectan a la rentabilidad de la inversión de un fondo de capital de riesgo en una empresa.

Employee pool / Reserva de acciones para empleados: Acciones reservadas por una empresa para poder ofrecer opciones sobre acciones a los empleados.

Entrepreneur / Emprendedor: Alguien que crea una nueva empresa, en algunos casos también conocidas como *startup*. Cabe aclarar que no toda nueva empresa se puede considerar *startup*.

Entrepreneur in residence (EIR) / Emprendedor en residencia: Una persona en una empresa de capital riesgo, generalmente un antiguo emprendedor, que está ayudando a la firma a encontrar operaciones en las que invertir, o que está trabajando en su próxima empresa y en la que el fondo de capital riesgo algún día invertirá.

Equity / Capital social: Títulos de propiedad de una empresa.

Escrow / Depósito en garantía: Porción del pago retenido por la empresa compradora tras una adquisición antes de asegurarse de que las representaciones y garantías de la empresa comprada son ciertas.

Escrow cap / Límite del depósito en garantía: En una fusión, cantidad de dinero que se reserva para solucionar incumplimientos del acuerdo de fusión.

Executive managing director / Director gerente ejecutivo: Un socio senior en un fondo de capital riesgo que es superior a un Director general (*Managing director* o MD) o a un socio general (*General partner* o GP).

Executive summary / Resumen ejecutivo: Un breve documento, normalmente de una a tres páginas, que resume los hechos y estrategias de una compañía.

Exercise / Ejercicio: Acto de compra de acciones de acuerdo con lo establecido por una opción de acciones (*stock option*) o por un *warrant*.

Fair market value / Valor justo de mercado: El precio al que un tercero pagaría algo en el mercado.

Fiduciary duties / Deberes fiduciarios: Una obligación legal y ética que una

persona tiene con una entidad.

Flat round / Ronda plana: Una ronda de financiación hecha a la misma valoración *postmoney* que la ronda anterior.

Founder / Fundador: Alguien que crea una nueva empresa, también denominada en algunos casos *startup* siempre que sea innovadora y con un alto potencial de crecimiento en un periodo de tiempo determinado.

Founding general partner / Socio fundador general: Socio senior de un fondo de capital riesgo que fundó la empresa.

Fully diluted / Totalmente diluida: Una cláusula que define explícitamente que todos los derechos de compra de capital social deben estar en el cálculo de la valoración.

Game theory / Teoría de juegos: Concepto que afirma que las acciones que toma uno dependen de las acciones que otras personas pueden o no tomar, y los incentivos inherentes a estas acciones.

General partner (GP) / Socio general: Un socio senior en una firma de capital riesgo.

General partnership / Sociedad general: Entidad que gestiona el vehículo de inversión de la asociación de responsabilidad limitada (*limited partnership* o LP)

GP commitment / Compromiso de los GP: Cantidad de dinero, normalmente entre el 1 y 5 por ciento del fondo, que los socios generales (GP) invierten en su propio fondo.

Holdback / Retención: Porción del pago retenido por la empresa compradora tras una adquisición antes de asegurarse de que las representaciones y garantías de la empresa comprada son ciertas.

Indemnification / Indemnización: Promesa de una parte de proteger a la otra parte si algo va mal.

Initial public offering o IPO / Oferta pública de venta: Salida inicial a bolsa de una empresa.

Investment term / Plazo de inversión: Plazo de tiempo en que un fondo de capital riesgo puede permanecer activo, habitualmente 10 años con dos prórrogas de un año.

Key man clause / Cláusula de personas clave: Disposición contractual en el acuerdo de sociedad limitada (*limited partnership agreement*) que describe lo que pasaría si algunos socios concretos abandonan el fondo de capital riesgo.

Lead investor / Inversor líder: Inversor que lidera una ronda de inversión y se responsabiliza de la negociación del *term sheet*, revisión del pacto de accionistas, coordinación de la *due diligence* y otros formalismos necesarios, y en algunos casos busca al resto de inversores necesarios para el cierre de la operación. En ocasiones se trata del inversor que aporta más capital a la ronda y normalmente es el más activo antes y después del cierre.

Letter of intent (LOI) / Acuerdo de intenciones: Una carta de intenciones o *term sheet* para un acuerdo de compra de acciones, adquisición plena o fusión entre empresas.

Light preferred / Preferentes light: Una ronda de financiación con acciones preferentes que tiene unas cláusulas muy simples y suavizadas.

Limited partners (LPs) / Socios limitados: Inversores de un fondo de capital riesgo.

Limited partnership o LP / Sociedad vehículo de responsabilidad limitada: Entidad, también llamado vehículo, utilizada por los socios con responsabilidad limitada para invertir en un fondo de capital riesgo.

Limited partnership agreement (LPA) / Acuerdo de asociación de responsabilidad limitada: Contrato entre un fondo de capital riesgo y sus inversores.

Liquidation event o Liquidity event / Evento de liquidación o evento de liquidez: Cuando una empresa se vende y deja de existir como compañía independiente.

Liquidation preference / Preferencia en la liquidación: Derecho dado a una clase de acciones preferentes que les permite recibir el importe de una liquidación antes que otras clases de acciones.

Major Investor / Inversor principal: Concepto utilizado en operaciones de capital de riesgo que permite que una empresa distinga qué accionistas adquieren más acciones que otros.

Management company / Empresa gestora: Entidad que da servicio a cada fondo que levanta una firma de capital riesgo.

Management fee / Comisión de gestión: La cuota que los fondos de capital riesgo tienen derecho a percibir de sus socios limitados (LP) para gestionar sus operaciones con independencia del rendimiento del fondo.

Management rights letter / Carta de derechos de gestión: Documento que autoriza a un fondo de capital riesgo a influir o participar de manera

significativa en la gestión de la empresa invertida, en las reuniones del consejo de administración, y a inspeccionar los libros y registros de la compañía. En Estados Unidos los fondos también solicitan estos derechos para quedar exentos de las limitaciones a su actividad que impone la ley *Employee Retirement Income Security Act* de 1974.

Managing director (MD) / Director general: Un socio senior en una firma de capital riesgo.

Materiality qualifiers / Cualificadores de materialidad o importancia: Inserción de la palabra *material* delante de algunas cosas, como por ejemplo cláusulas de protección.

Mentor / Mentor: Persona que asesora a *startups* o a sus ejecutivos. Normalmente no se les paga.

Micro VC / Micro VC: Un superángel que levanta un pequeño fondo formado por inversores profesionales.

Multiplay game / Juego multitirada: Un término en teoría de juegos que se ocupa de un juego o situación en la que la relación continúa una vez que se ha terminado el juego, como el caso de una ronda de financiación de capital riesgo tras la cual, una vez completada la transacción, inversor y emprendedor unirán recursos para trabajar juntos.

Nondisclosure agreement (NDA) / Acuerdo de confidencialidad: Un acuerdo por el que una de las partes se compromete a no compartir la información de la otra.

No-shop agreement / Acuerdo de exclusividad: Pacto entre el inversor y la empresa a invertir mediante el cual esta última se compromete durante un periodo determinado (normalmente el destinado a negociar el pacto de accionistas y realizar la *due dilligence*) a respetar la exclusividad del inversor para invertir en su empresa en el importe que se haya acordado.

Operating partner / Socio operativo: Un puesto en una firma de capital riesgo normalmente por debajo del director general, pero por encima del director (*principal*).

Option budget / Presupuesto de opciones: La cantidad de opciones que una empresa tiene previsto asignar a los empleados durante un período finito de tiempo.

Option pool / Reserva de opciones: Acciones reservadas por una compañía para poder proporcionar opciones sobre acciones (*stock options*) a los empleados. También se les denomina *Employee stock options plan* (ESOP)

Pari passu: Cuando todas las clases de acciones preferentes tienen derechos de pago equivalentes en una liquidación.

***Pay-to-play* / Pagar para jugar**: Cláusula que obliga a los inversores de capital riesgo a seguir invirtiendo en futuras rondas de financiación o a que sus posiciones de propiedad en la empresa sufran consecuencias adversas.

Postmoney: Valor de una compañía después de que un inversor haya puesto dinero en la misma.

***Preferred stock* / Acciones preferentes**: Un tipo de acciones que cuenta con condiciones, derechos y privilegios preferentes comparados con las acciones ordinarias.

Premoney: Valor atribuido a una compañía por un inversor antes de invertir en la misma.

***Price per share* / Precio por acción**: Cantidad de dinero asignada a comprar una sola acción.

***Principal* / Director**: Un socio junior en una firma de capital riesgo.

***Private placement memorandum* (PPM) / Memorando de colocación privada**: Un extenso documento legal preparado por la compañía, sus asesores financieros y sus abogados, que presenta una versión amplia del plan de negocios, preparada para colocar acciones entre los inversores en un proceso de venta restringido o privado.

***Pro rata right* / Derecho de prorratio**: Derecho de un accionista a adquirir en una futura ronda de financiación un número de acciones equivalente al porcentaje de acciones de las que sea titular cuando tenga lugar dicha ronda.

***Protective provisions* / Cláusulas de protección**: Derechos contractuales que permiten a los titulares de acciones preferentes votar en ciertos asuntos importantes relacionados con la empresa.

***Ratchet-based antidilution* / Antidilución basada en ratchets**: Un estilo de antidilución que revalora las acciones de rondas anteriores de las que es titular un inversor, generalmente mediante un ajuste del precio de conversión, al precio pagado en la ronda actual.

***Representations and warranties* / Representaciones y garantías**: Disposiciones en un acuerdo de compra o fusión por las que la empresa garantiza como ciertos una serie de hechos sobre sí misma.

***Reserves* / Reservas**: Cantidad de dinero que una firma de capital riesgo asigna en sus libros a una compañía particular de su cartera para futuras

inversiones.

Reverse dilution / Dilución inversa: Situación en la que una empresa recupera acciones de empleados que dejaron la empresa y cuyos derechos sobre dichas acciones no se habían consolidado, provocando así un incremento de titularidad de todos los accionistas de esa empresa.

Right of rescission / Derecho de rescisión: Derecho de los accionistas a forzar a la empresa a recomprar sus acciones, acciones concedidas generalmente a personas que desde un principio no debían haberlas comprado según las leyes federales norteamericanas de valores.

Safe harbor / Puerto seguro: Una forma legal de escapar de las responsabilidades de una normativa si una parte realiza ciertos actos definidos por dicha ley.

Secondary sale / Venta secundaria: Venta por parte de un fondo de capital riesgo a un tercero en una transacción privada de acciones de una sociedad de su cartera o de toda su cartera.

Seed preferred round / Ronda semilla de acciones preferentes: Lo mismo que las Preferentes *light*: una versión simple y suavizada de una ronda de financiación de acciones preferentes.

Seed stage / Etapa semilla: Una empresa *startup* en una fase muy inicial.

Series A financing / Ronda de financiación Serie A: La segunda o tercera ronda de financiación levantada por una empresa tras la ronda que se produce en fase *friends fools and family* —FFF— y la ronda en fase *seed* (semilla). Se pueden producir casos en los que haya varias rondas *seed* antes de la ronda de serie A.

Series seed financing / Serie de financiación semilla: Una pequeña ronda de financiación que se produce antes de la Serie A y que frecuentemente es la primera o segunda (en el caso de que haya FFF) de la compañía.

Shares/ Acciones: En el derecho español *shares* son *acciones* de una Sociedad Anónima y *participaciones* de una Sociedad Limitada. En el libro denominamos a ambas como *acciones*.

Single-play game / Juego de una sola tirada: Un término en teoría de juegos que se ocupa de un juego o situación en la que la relación no continúa una vez terminado el juego.

Single-trigger acceleration / Aceleración single-trigger: Término usado para describir una situación (en una fusión, por ejemplo) en la que una persona

vería acelerada la consolidación de sus derechos sobre acciones (*vesting*).

***Stacked preference* / Preferencia acumulada en cascada:** Cuando las diferentes clases de acciones preferentes tienen derechos de pago por delante de los de otras clases de acciones preferentes.

***Stock option* / Opción sobre acciones:** Derecho de compra de acciones en una empresa.

***Strike price* / Precio de ejercicio:** Precio al que puede ejercerse una opción sobre acciones.

***Super angel* / Superángel:** Un inversor ángel muy activo y experto.

***Super pro rata rights* / Superderechos de prorrateo:** Derecho de los accionistas a adquirir en una futura ronda de financiación un número de acciones equivalente a un múltiplo del porcentaje de acciones de las que son titulares cuando tiene lugar dicha ronda.

***Syndicate* / Sindicato de inversores:** Grupo de inversores que invierten en una *startup*.

***Tag Along* / Derecho de acompañamiento:** Derecho que permite que los socios minoritarios puedan vender sus participaciones o acciones en las mismas condiciones que lo haga el socio mayoritario. Para ello este último deberá comunicar a los minoritarios que hay un comprador, las condiciones que ofrece y preguntarles si desean vender. Esta cláusula se puede instrumentalizar de diferentes maneras, vinculando al comprador para que haga extensiva su oferta a todos los socios que quieran vender o bien se efectúa un prorrateo de la oferta de compra entre los que quieran vender.

***Term sheet* / Lista de condiciones:** Un documento que resume las cláusulas clave de una posible ronda de financiación.

***Valuation* / Valoración:** Valor atribuido a una empresa por un inversor.

***VC fund* / Fondo de capital riesgo:** Un fondo de inversión que gestiona dinero de inversores que buscan tomar participaciones vía capital en *startups* y empresas de tamaño medio que tengan alto potencial de crecimiento. Este tipo de inversión está considerada de alto riesgo y alto potencial de retorno.

***Venture Capitalist (VC)* / Inversor de capital riesgo:** Una persona que invierte en *startups*.

***Venture Partner* / Socio empresarial:** Un puesto en una firma de capital riesgo normalmente por debajo del director general (*managing director*) pero por encima del director (*principal*).

Vesting: Periodo de tiempo necesario para que se puedan ir consolidando las opciones sobre acciones a las que un empleado o fundador de una *startup* tiene derecho.

Warrant: Opción de adquisición de acciones u otros derechos de una empresa en un plazo superior a 1 año que no cotiza en bolsa.

Weighted average antidilution* / **Antidilución ponderada*: Un estilo de antidilución que revaloriza el precio de la inversión de un inversor generalmente mediante un ajuste del precio de conversión a un precio más bajo por acción, pero que tiene en cuenta el efecto relativo de la cantidad de acciones vendidas en la ronda actual.

Zone of insolvency* / **Zona de insolvencia*: Cuando una empresa es casi insolvente y no tiene activos con los que pagar sus pasivos.

Sobre los autores



Brad Feld (brad@foundrygroup.com, [@bfeld](https://twitter.com/bfeld), www.feld.com) es cofundador y director general de Foundry Group, un fondo de capital riesgo en etapas tempranas (*early stage*) con sede en Boulder, Colorado. Foundry Group invierte en empresas de tecnología de la información basadas en Estados Unidos.

Antes de cofundar Foundry Group, Brad cofundó Mobius Venture Capital y, anteriormente, fundó Intensity Ventures, una empresa que ayudaba a lanzar y gestionar empresas de *software*. Brad es también cofundador de TechStars y coautor del libro *Do More Faster: TechStars Lessons to Accelerate Your Startup*.

Anteriormente Brad fue director de tecnología de AmeriData Technologies. AmeriData adquirió Feld Technologies, una empresa que fundó en 1987 especializada en aplicaciones de *software* personalizado. Brad hizo crecer Feld Technologies hasta convertirla antes de su adquisición en una de las principales empresas de consultoría de *software* de Boston. También dirigió la diversificación en consultoría de *software* de AmeriData, una compañía que cotizaba en bolsa por 1.500 millones de dólares y que fue adquirida por GE Capital en 1995.

Aparte de su trabajo como inversor, Brad ha estado activo en varias organizaciones sin ánimo de lucro y en la actualidad es presidente de la National Center for Women and Information Technology. Brad es un reconocido conferenciante a nivel norteamericano sobre inversión en capital riesgo y emprendimiento, y escribe los respetados y muy leídos blogs www.feld.com y www.askthevc.com.

Brad tiene una Licenciatura y un Máster en Gestión de la Ciencia del Instituto de Tecnología de Massachusetts (MIT). Es también un ferviente coleccionista de arte y corredor de larga distancia. Ha completado 22 maratones como parte de su misión por correr un maratón en cada uno de los 50 estados.



Jason Mendelson (jason@foundrygroup.com, @jasonmendelson, www.jasonmendelson.com) es cofundador y director general de Foundry Group, un fondo de capital riesgo en etapas tempranas (*early stage*) con sede en Boulder, Colorado. Foundry Group invierte en empresas de tecnología de la información basadas en Estados Unidos.

Antes de cofundar Foundry Group, Jason fue director general y consejero general de Mobius Venture Capital, del que también fue su socio responsable de administración y supervisaba todas las operaciones de la firma.

Previamente a unirse a Mobius Venture Capital, Jason fue abogado de Cooley LLP, donde ejerció en las ramas del derecho de sociedades y valores, especializándose en la representación de empresas emergentes en rondas de financiación, fusiones y adquisiciones de empresas públicas y privadas. Como abogado, Jason ha participado en operaciones que han movilizado 2.000 millones de dólares de inversiones de capital riesgo y 5.000 millones de dólares en fusiones, y ha desarrollado una amplia experiencia en la constitución de fondos, derecho laboral y litigios en general, campos en los que ha participado como observador experto.

Jason fue consultor senior e ingeniero de *software* en Accenture antes de emprender su carrera legal.

Como uno de los primeros directores jurídicos a tiempo completo de un fondo de capital de riesgo, Jason ha estado a la vanguardia del liderazgo intelectual en esta área; ha copresidido el Grupo de Directores Jurídicos de la National Venture Capital Association y ha sido un activo participante en el Grupo de

Directores Financieros de la NVCA. Fue uno de los principales ponentes del grupo de trabajo de modelos de documentos de la NVCA, quienes crearon el primer conjunto de documentos estandarizados para operaciones financieras en la industria del capital riesgo, documentos que han ayudado enormemente a la eficiencia de este tipo de operaciones. En la actualidad es miembro del consejo de administración de la NVCA.

Jason es licenciado en Economía y doctorado en Jurisprudencia por la Universidad de Michigan. Es un músico activo que toca la batería y el bajo en varias bandas; también disfruta del bricolaje, la gastronomía y los viajes. Jason escribe sobre sus experiencias en la industria del capital riesgo en sus blogs www.jasonmendelson.com y www.askthevc.com.

Sobre el traductor



Manuel Matés (Barcelona, 1967) formó parte de la primera ola de fundadores del ecosistema de internet en España y cuenta con más de veinte años de experiencia en el sector tecnológico.

En 1994 cofundó Cinet, uno de los primeros proveedores de internet B2B, que se vendió a Retevisión en 1998. Y en 1995 cofundó Olé, el primer portal de habla hispana, vendido a Telefónica en 1999. En 1998 fundó BellMoore Consulting, con el objetivo de ayudar a las empresas a integrar tecnología e internet, y tuvo que pivotarla con el estallido de la burbuja .com (2001).

Manuel tiene un ADN emprendedor y recientemente (2012) cofundó Big Sur Ventures – Necotium, un fondo de capital de riesgo, con sede en Barcelona y Madrid, que invierte en empresas en etapas iniciales de los sectores internet, *consumer, media y software*. Como *Founding general partner* y consejero

apoya y mentoriza el crecimiento de las empresas del portafolio en lo referente a desarrollo de negocio, estructura de financiación y negociación, la gestión del talento, la formación y la organización de procesos, con el fin de que estas empresas se conviertan en líderes del mercado.

La investigación y la enseñanza son otras áreas de trabajo de Manuel. Su interés se centra en el statu quo de la inversión de *business angels* y *VC* en España, y el ecosistema tecnológico y de inversión en Barcelona. Ha sido profesor de ESADE Business School (1994-2011) y actualmente es director académico de Necotium (www.necotium.org).

La profunda y clara visión del entorno *tech startup* en España le permite creer a Manuel que las empresas tecnológicas pueden mejorar la economía y la sociedad. En este contexto, ha sido fundador del trampolín tecnológico de ESADE-CIDEM (2001), ESADE Business Angels Network y Business Angels School (2004-2009), cofundador de Barcelona Tech City (2013), y promotor, coeditor y traductor de la versión española del presente libro.

Manuel es licenciado en derecho y MBA por ESADE. Es un *foodie*, le gusta cocinar, viajar, bucear, escuchar buena música y leer sobre arqueología subacuática. Se le puede seguir en twitter @maqrollmates y contactar en macroll@gmail.com y linkedIn <https://es.linkedin.com/in/manuelmatesgarcia>

Agradecimientos del traductor

Cuando leí por primera vez *Venture Deals* me identifiqué rápidamente con su contenido, pues los casos y soluciones que narra me los había encontrado en más de una ocasión en ambos lados de la mesa, como emprendedor y como inversor en empresas en etapas iniciales.

Quien haya participado en una ronda de financiación con capital riesgo sabe la dificultad, esfuerzo, energía y paciencia que conlleva. Por ello, cuando lees este libro y ves la profundidad, sencillez y simpatía con la que está narrado, te das cuenta del gran valor que tiene el conocimiento y la profunda experiencia de los autores.

En mis clases, muchos alumnos me preguntan qué libro pueden leer con experiencias de primera mano y que incluya documentos utilizados habitualmente en operaciones de capital riesgo. Sin duda, el libro que tienes en tus manos es el mejor que he leído hasta la fecha.

El libro de Brad Feld y Jason Mendelson está amortizado al acabar de leerlo, pues los sabios consejos que ofrecen te ayudarán a que puedas cerrar una ronda de financiación con más probabilidades de éxito.

Cuando descubrí este texto tuve un flechazo, pues no solo quise leerlo, sino que también quise transmitir su valioso conocimiento mediante la traducción y la publicación en habla hispana.

No ha sido un proyecto fácil, pues mi padre falleció durante el proceso de traducción. No obstante, he podido finalmente llevarlo a cabo, gracias a su recuerdo y la resiliencia que siempre me enseñó.

Quiero expresar mi agradecimiento a las diferentes personas que me han apoyado para que la publicación de este libro en español haya sido una realidad:

A mi esposa Inés, a mi hijo Alejandro, a mi madre Encarna, a mi hermana Gerda y, muy en especial, a mi padre Manuel, gracias. Gracias por el apoyo, cariño y comprensión que siempre me han dado.

Al equipo de Libros de Cabecera y, en especial a Paco López, quiero

agradecer su apoyo en el proyecto, y a Virtuts Angulo también por su buen seguimiento y la excelente revisión de la versión final.

A Miguel Ángel López Trujillo, director de formación de Necotium, le agradezco su buen trabajo y apoyo; a José Miguel Herrero, mi socio y cofundador del fondo Big Sur Ventures – Necotium, sus buenos consejos; y a todos los emprendedores, profesores y alumnos con los que he trabajado les agradezco que hayan compartido sus ilusiones y experiencias conmigo. Espero que puedan identificarse y aprender con este libro.

Finalmente, quiero dar las gracias a la buena música de Supertramp, João Gilberto, Chopin, Beethoven, Oscar Peterson y Lee Marvin y su *Wandering Star*, que me han acompañado durante este proyecto.

Otros libros publicados por esta editorial:

La primera venta del emprendedor

Lo que un inversor quiere escuchar para financiar tu proyecto

Eduardo Remolins

Prólogo de Carlos Barrabés



Colección: Manuales de gestión

Este es un manual práctico para crear una presentación de tu negocio del modo más efectivo, profesional, claro y convincente, pues sigue el modelo que usan los profesionales, la gente que vive de analizar, elegir y financiar empresas, los capitalistas de riesgo.

Con este libro vas a aprender a:

- Ordenar tus ideas, tener en mente una idea clara de adónde quieres llegar y cómo lo vas a hacer.
- Preparar una presentación poderosa para persuadir a inversores, socios, aliados o clientes del valor de tu producto y/o empresa.

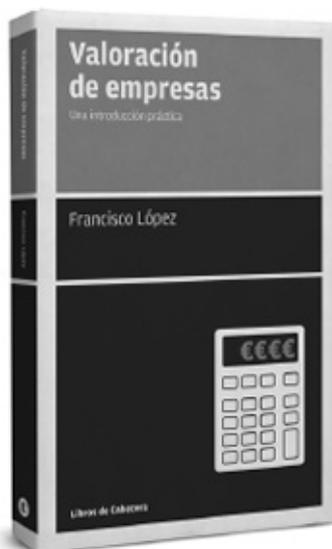
- Probar (y mejorar) la consistencia interna de tu plan.
- Probar (y mejorar) la originalidad de tu plan.

El principal objetivo es que pienses, analices y organices tu proyecto o tu empresa con el mismo rigor, sistemática, simplicidad y precisión con que lo harían ellos, aumentando así las posibilidades de éxito.

Valoración de empresas

Una introducción práctica

Francisco López



Colección: Manuales de gestión

¿Cuánto vale una empresa? Ya sea porque alguien quiere comprar nuestra empresa o porque necesitamos conocer el valor de otra, esta es una pregunta que, si no tiene una respuesta fácil y clara, puede generar desconfianza tanto en el momento de comprar como en el de vender.

Pensado como un manual práctico, *Valoración de empresas* es un libro dirigido a empresarios y a todo aquel que se quiere aproximar al valor de una

empresa desde una perspectiva práctica. En él, el lector encontrará los conceptos básicos imprescindibles y una fórmula sencilla para obtener una valoración rápida de una empresa, con algunos datos que son fáciles de entender y de obtener por cualquiera.

En el último capítulo del libro se incluyen unos ejercicios de valoración.