

¿Cómo conseguir que un proceso tan racional, profesional, financiero y distante del mundo emocional como el de toma de participación en una *startup* llegue a la zona de enamoramiento? Lógicamente no hay recetas ni palabras mágicas que el emprendedor pueda utilizar. Hay *startups* que han conseguido llegar a esa zona, pero seguramente ni siquiera lo sepan, o sabiéndolo, desconocen cómo llegaron allí. Pero la buena noticia es que el proceso inversor no es tan racional, financiero y distante como hemos apuntado. En realidad es un proceso humano, y los procesos humanos están sujetos a las emociones humanas.

Sería imprudente recomendar al emprendedor que base su posición negociadora en el posible enamoramiento del inversor, que lo más probable es que no se produzca. Pero lo que sí podríamos conseguir es que el Venture Capital perciba que nuestro proyecto no es una *commodity*, es decir, uno más. ¿Qué evita que una *startup* sea percibida como *commodity* por un inversor?

Para responder a esta pregunta debemos volver los ojos al inversor y buscar lo que verdaderamente le hace sentir cómodo. Y una de las cosas que más cómodo le hacen sentir, y que nunca repetiremos lo suficiente, es el equipo. Los emprendedores que han demostrado sus habilidades y tienen detrás de sí historias de éxito son los activos más demandados por los Venture Capital. Sin embargo, disponer de emprendedores exitosos es complicado, los inversores lo saben, y lo que valoran es la calidad del equipo si este dispone de otras virtudes importantes: equilibrio entre habilidades tecnológicas y empresariales, compromiso con el proyecto, experiencia en el sector, conocimiento del negocio del capital riesgo, etc.

Transmitir uno mismo al Venture Capital estas características es una cosa. Pero que lo haga un tercero en quien el Venture Capital confía es otra. Si el inversor ha recibido el proyecto gracias a una referencia de una persona o entidad prestigiosa o que goce de su confianza, el poder de negociación del emprendedor sube exponencialmente. De hecho uno de los principales criterios, en algunos casos el único criterio, de selección de proyectos

que tienen los Venture Capital en Estados Unidos es precisamente que tal proyecto venga con una referencia de confianza. En un entorno empresarial como el estadounidense, en el que el prestigio profesional es tan relevante, la recomendación a un inversor por parte de alguien en quien ese inversor confía constituye un importante aval. En España el mercado no es tan amplio, con lo que las redes de referencia son mucho menos densas. En todo caso, disponer siempre de una referencia válida es la mejor tarjeta de presentación ante un inversor.

Otra posible forma de alejar nuestra *startup* del ámbito de las *commodity* es seleccionar cuidadosamente al inversor al que se presenta la oportunidad de inversión. Algunos Venture Capital se han marcado una estrategia de inversión tan limitada que, en realidad, no hay en el mercado tantas oportunidades en las que puedan participar. Imaginemos un inversor en biotecnología que además tenga su foco en moléculas para enfermedades sin tratamiento. Hemos estrechado tanto el campo de acción que el propio fondo ha excluido de su radar la mayor parte de proyectos empresariales que hay en el mercado. En el momento que aparezca uno que se ajuste a su perfil, nuevamente el equilibrio de fuerzas en la negociación se altera, no siendo tan favorable al Venture Capital desde el momento en que aumenta el coste de perder esta *startup* por haber sido financiada por otro inversor.

Precisamente una estrategia de negociación muy extendida consiste en la búsqueda de competencia para aquello que se está ofreciendo. Raro es el blog o la charla de emprendedores exitosos donde no se dice que la mejor manera de enfocar una negociación con un inversor es generarle presión o, mejor dicho, que el aliento de varios Venture Capital persiguiendo la misma oportunidad generen presión al resto.

Algo de razón hay en eso. Aunque es mucho más sencillo de decir que de hacer. En primer lugar, en un mercado tan ilíquido para el Venture Capital como el español las oportunidades de crear subasta en una financiación de *startup* son prácticamente nulas (al menos entre Venture Capital, cuestión distinta son los *Business Angel*). Los inversores no solo se conocen, sino

que también coinciden frecuentemente en conferencias, foros y demás reuniones. Cuando un emprendedor intenta generar competencia entre inversores lo más probable es que consiga lo contrario, y si el negocio les interesa, los Venture Capital presuntamente en competencia le planteen entrar juntos coinvirtiéndose en su *startup*. En otras palabras, en el sector del Venture Capital español existe una fuerza más intensa de colaboración que de competencia.

La situación es distinta en el caso del *Private Equity*, donde sí existe una sensación mayor de competencia entre los fondos y donde sí existen más posibilidades de generar una subasta entre varios inversores por una oportunidad de inversión.

Buscar alternativas tratando con varios inversores a la vez no solo es lícito para las *startup*, sino también necesario, pero con dos matices.

El primero se refiere a la cantidad de inversores. Contactar indiscriminadamente a todos los Venture Capital que se han conseguido en una lista en Internet o en una oficina pública solo dará como resultado engrosar las listas de proyectos desestimados antes incluso de haber sido capaz de pisar la oficina del Venture Capital. Los ciervos no se cazan bombardeando el bosque, sino apuntando con una escopeta. Forma parte del trabajo de campo del emprendedor que busca financiación investigar acerca de las preferencias de inversión de cada Venture Capital para proponer su *startup* únicamente a aquellos que previsiblemente estarán interesados en ella. Esto se comentó en el capítulo del proceso de inversión.

El segundo matiz tiene que ver con el tiempo. Si bien es cierto que tratar con varios inversores en paralelo es lógico y normal, una vez que el emprendedor recibe y acepta entrar a negociar un *term-sheet* en el que se impone una cláusula de exclusividad, lo correcto es detener de inmediato todo contacto con otros inversores. Estas cláusulas de exclusividad tienen como objeto precisamente evitar que el proceso de inversión se convierta en una subasta. El Venture Capital que propone el *term-sheet* está dispuesto a negociar la entrada en el capital de la *startup*, dedicando a ello el tiempo que sea necesario y

trabajando con el emprendedor para consensuar un plan de negocio que sirva de punto de partida para reglar la marcha del negocio. A cambio exige lealtad por parte del emprendedor.

En definitiva, la firma de la cláusula de exclusividad pone en marcha un reloj que corre a favor del inversor. Si después de toda la *due diligence* y la negociación no hay acuerdo, el emprendedor se encuentra como al principio, sin dinero, y con menos tiempo por delante. Por eso el emprendedor debe hacer dos cosas:

- Limitar al máximo el tiempo de validez de la cláusula de exclusividad. Si ello no es posible, puede proponer al Venture Capital que acepte dos cláusulas de exclusividad. Una primera, y por poco tiempo, para que al término de la cual manifieste si está o no interesado en la *startup* después de hacer sus primeros análisis. En caso de querer continuar con la operación, volver a firmar otra cláusula por el tiempo que necesite para terminar sus indagaciones.
- Forzar al inversor a que haga toda la *due diligence* que sea posible antes de firmar la cláusula. Esto parece extraño, pero no lo es. Ciertos emprendedores empujan al inversor a que demuestre interés en la *startup* con un *term-sheet*, o carta de condiciones no vinculante, antes de que haya podido analizar con tiempo la empresa. La seguridad que tales promotores obtienen es solo aparente. El Venture Capital, protegido por la cláusula, consumirá todo el tiempo que necesite en el análisis y la carta de condiciones no hará que varíe su decisión final de seguir adelante o no.

Volviendo a la posición de fuerza del equipo promotor en las negociaciones, insistamos en que la mejor estrategia es alejar nuestro proyecto de la percepción de *commodity*. Si ello no es posible o es posible solo en parte, entonces la mejor recomendación que puede recibir un emprendedor es que trate de conseguir el mejor acuerdo posible, luchando selectivamente las

condiciones más duras del acuerdo, y se centre en aumentar el valor del negocio.

Levantarse de la mesa con un acuerdo duro para los intereses del emprendedor no debe percibirse como el final de la historia. A partir de ese momento empieza el juego de verdad, no con el inversor, sino en el mercado. Si la *startup* sale victoriosa entonces, la dureza del acuerdo pasará a un segundo plano.

El acuerdo de inversión

El acuerdo de inversión, también llamado de socios, es un documento vinculante en el que se recogen las condiciones bajo las cuales el Venture Capital entra en el capital de la *startup*. El acuerdo regulará la estancia y salida del inversor, estableciendo para ello determinados pactos sobre derechos y obligaciones de las partes.

Carta de condiciones o *term-sheet*

Si durante el tiempo en que el Venture Capital analiza la oportunidad llega a la conclusión de que la *startup* es merecedora de su inversión, declarará su interés en participar en el negocio y presentará un documento denominado *term-sheet* o carta de condiciones.

El *term-sheet* es el paso previo al acuerdo de inversión, recoge una primera versión de los pactos que a juicio del Venture Capital deberían regular la convivencia entre el emprendedor y el inversor, y su emisión abre formalmente las negociaciones sobre el

acuerdo de inversión (si bien conviene recordar al emprendedor que en realidad las negociaciones empiezan el primer día que las partes entran en contacto).

Con la carta de condiciones el inversor está manifestando una inequívoca voluntad de invertir si es capaz de llegar a un consenso con el emprendedor sobre el acuerdo de inversión definitivo. Sin embargo enviar un *term-sheet* a un emprendedor no obliga al Venture Capital a poner dinero en la empresa. Todos los contenidos de la carta de condiciones son no-vinculantes a excepción de dos: la cláusula de confidencialidad y la de exclusividad, de la que nos ocuparemos más adelante. Estas dos cuestiones sí son de obligado cumplimiento. El resto del contenido de la carta de condiciones es una base para entablar las negociaciones sobre el acuerdo de inversión final que, lógicamente, sí será vinculante.

Generalmente, los fondos tienen un *term-sheet* «de cabecera» que incluye las cláusulas con las que ellos se sienten más cómodos. Esas cláusulas se adaptan en función del tipo de sector y *startup* con la que se negocia, pues dependiendo de la operación puede tener sentido pedir determinadas cosas o no tenerlo en absoluto.

Los *term-sheet* son negociables, con lo que los promotores normalmente tienen algo de influencia en las condiciones finales de la inversión que se reflejarán en el acuerdo. Rara vez un inversor presenta una carta de condiciones inamovible que el emprendedor debe tomar o dejar. El inversor que plantee un *term-sheet* de este modo probablemente no tenga mucha experiencia y el emprendedor debería informarse acerca de su trayectoria. Lo que sí es cierto es que en toda carta de condiciones hay cláusulas que sí son innegociables para cualquier Venture Capital. Las analizaremos en detalle más adelante.

El contenido habitual de una carta de condiciones es el siguiente:

Contenido	Descripción
Identificación de la operación y de las partes.	Nombres y denominaciones del emprendedor, del inversor o inversores y de la <i>startup</i> .
Propósito de la inversión.	Objeto de la inversión, en general financiar un plan de negocio que ha sido analizado y valorado por el inversor.
Descripción de la inversión.	Tipo de inversión que se plantea, que puede ser generalmente entrada en capital, préstamo participativo o una combinación de ambas.
Cláusulas reguladoras del acuerdo.	Cuerpo central de la carta. En este se recogen las condiciones que el inversor plantea para llevar a cabo la operación. Sobre ellas se centrará la negociación del acuerdo final de inversión.
Calendario y próximos pasos.	Planificación propuesta por el inversor para cerrar el eventual acuerdo de inversión, con fechas objetivo.

Deal-shopping

El calendario es un apartado de gran importancia pues, entre otras cosas, afectará decisivamente a una cláusula que suele figurar en todo *term-sheet*: la cláusula de exclusividad. Cuando se va entrar en la negociación del acuerdo de inversión con el Venture Capital, este solicita en la carta de condiciones la firma de una cláusula de exclusividad, según la cual los promotores no podrán negociar en paralelo con otros inversores durante el tiempo que dure la negociación con él. La cláusula de exclusividad, que sí es vinculante, persigue evitar lo que en Estados Unidos se conoce como *deal shopping*, esto es, ir de inversor en inversor con un *term-sheet* recibido por parte de otro Venture Capital para conseguir alguno más con mejores condiciones, de manera que la operación de inversión se convierte en una subasta.

El *deal shopping* se produce cuando se recibe y firma una carta de condiciones, y no debe confundirse con hablar con varios potenciales inversores hasta el momento en que se recibe el *term-sheet* y se firma la cláusula de exclusividad. Hasta esa firma

el promotor puede y debe entablar conversaciones con todos aquellos Venture Capital que tengan un perfil de inversión acorde con su empresa.

Sin embargo, desde el momento en que se recibe el *term-sheet* hasta que se firme la cláusula de exclusividad esta no es vinculante. Así pues, el emprendedor que recibe un *term-sheet*, antes de firmar la cláusula de exclusividad, ¿debería hacer *deal-shopping*? En mi modesta opinión, no.

Los Venture Capital detestan el *deal-shopping* por varios motivos. Los emprendedores creen que el principal de ellos es porque un proceso de negociación en el que hay competencia de inversores da lugar a precios (valoraciones) más altos, lo cual es cierto. Sin embargo la razón que los Venture Capital esgrimen es otra. En un proceso de toma de participación el inversor debe centrarse en valorar los riesgos y decidir si una determinada oportunidad de inversión le ofrece un perfil de riesgo/rendimiento adecuado para su cartera. Este proceso de análisis se podría enturbiar si su objeto deja de ser ese y pasa a ser la competencia con otros inversores por una determinada *startup*. De hecho, algunos inversores estadounidenses han declarado que uno de los mayores errores en la época de la burbuja de las *puntocom* fue precisamente abandonar su análisis de riesgos para lanzarse a unas pujas desmesuradas por empresas que acabaron demostrando no valer prácticamente nada. Dicen entonces que cuando uno está pendiente de ganar una subasta no es capaz de sopesar adecuadamente los riesgos de una operación.

Además, el *deal-shopping* es detestado por los fondos por un segundo motivo: ningunea el valor que el Venture Capital aporta al negocio más allá del dinero invertido. Esto es algo que los inversores más experimentados tienen en mayor estima, su capacidad de hacer que el negocio valga más por el hecho de que su presencia puede ampliar el espectro de opciones que tiene ante sí la *startup*.

El emprendedor, lógicamente, dirá al Venture Capital que para él es muy importante el valor no monetario que aporta el inversor para su empresa, pero esto es nuevamente *cheap talk*. Nos encontramos ante otra asimetría de información. El emprendedor sabe

si le da igual o no quién le dé el dinero, pero el Venture Capital no lo sabe. Por eso, haciendo *deal-shopping* el emprendedor señala de modo creíble al otro jugador (el inversor) que para él es indiferente la identidad del inversor que entre en el capital de su empresa, con lo que su respuesta no será tomada en cuenta. En general, demostrar al Venture Capital que lo único que importa en esta operación es su dinero suele desmoronar el interés de los inversores en la *startup*.

Primeras sensaciones

Cada vez que me encuentro con un emprendedor que acaba de leer la carta de condiciones recientemente recibida de un inversor suele estar molesto. Bastantes cosas de las que ha leído no las entiende, o las interpreta de una manera *sui géneris*, pero lo que sí cree tener claro es que aquello es un acuerdo claramente desproporcionado.

A estos emprendedores yo les suelo preguntar: «¿No te gusta este *term-sheet* o no te gusta el capital riesgo?».

La pregunta tiene su porqué. Si la causa del malestar radica en la forma de funcionar de un inversor de capital riesgo, y el Venture Capital y el *Business Angel* lo son, entonces estamos perdiendo el tiempo. El problema no es que en la carta de condiciones haya cláusulas que no te gustan. El problema es que estás buscando financiación en la dirección equivocada.

Hay *term-sheets* más duros que otros. En general los inversores que entran en una primera ronda son muy exigentes porque son los que más riesgos asumen. También es cierto que algunos inversores se muestran más duros que otros, aunque esto no debe sorprendernos. Por ejemplo, en el caso de los *Business Angel* ya se indicó que estos observan un comportamiento bastante diferente.

El único consejo que se le puede dar al emprendedor que recibe una carta de condiciones que considera abusiva es que busque el asesoramiento de alguien que conozca el mundo de los Venture Capital para que le diga si efectivamente la carta es o no especialmente dura.

En mi caso, cuando leo un *term-sheet* que me parece más o menos razonable le suelo recomendar al enojado emprendedor que no pierda el tiempo y busque la financiación en otro lado, porque si las condiciones planteadas son lógicas habida cuenta del tipo de operación que se propone al Venture Capital, va a ser muy complicado que este las modifique por muy buenos argumentos que seamos capaces de esgrimir.

Si, por el contrario, las cláusulas de la carta de condiciones me parecen algo duras, mi costumbre es aconsejar al emprendedor que nos sentemos a hablar con el Venture Capital para ver qué puntos de la inversión le resultan especialmente críticos y ver si podemos atenuar el alcance de sus condiciones.

En este capítulo vamos a describir sucintamente las cláusulas más habituales en los acuerdos de inversión. Trataremos de emplear un lenguaje carente de terminología legal para hacer más comprensibles estos contenidos. Asimismo explicaremos el impacto económico y político de las cláusulas y las razones que llevan a un Venture Capital a desear que tal condición se incluya en el acuerdo final.

Lo que no debe esperar el lector en este capítulo es una receta para eliminar determinadas cláusulas que considere lesivas, con palabras mágicas cuya mera pronunciación deje sin habla al inversor y le obligue a retirar tal pacto. Tampoco encontrará aquí el emprendedor una recomendación sobre qué condiciones aceptar o rechazar y qué tipo de concesiones conviene realizar para conseguir otras. La razón es muy sencilla: es imposible desvincular un acuerdo de inversión de una operación concreta y de sus partes, con lo que una determinada condición puede tener gran valor para el emprendedor en una operación y escaso o nulo para otro. Este libro va a enseñar al lector a agarrar la muleta, pero ponerse con ella delante de un Miura es otro cantar.

Tipos de cláusulas

Las cláusulas de una carta de condiciones, que posteriormente pasarán a formar parte de un acuerdo de inversión, pueden

ser divididas en económicas y políticas. Las primeras tienen un impacto determinante en los derechos económicos, al regular la atribución de estos a las partes. Su principal objetivo es proteger la inversión financiera del Venture Capital y asegurarle en la medida de lo posible un retorno.

Por su parte las cláusulas políticas tienen por objeto regular el gobierno corporativo de la sociedad, protegiendo los intereses del socio minoritario que en la mayoría de las ocasiones que nos ocupan es el inversor. A pesar de denominarse «políticas» estos pactos pueden tener también una gran repercusión económica.

En este libro analizaremos las siguientes cláusulas:

Cláusulas económicas	Cláusulas políticas
Valoración premoney	Composición del consejo
Dividendo preferente	Derechos de veto
Preferencia en la liquidación	Derechos de información
Adquisición preferente	Bloqueo administrativo
Cláusula antidilución	<i>Key man</i>
Recompra	Obligaciones de los promotores
Cláusula de arrastre	<i>Bad leaver</i>
Cláusula de acompañamiento	
Préstamo participativo	

Para cada una de las cláusulas propondremos una sencilla redacción a modo de ejemplo, trataremos de explicar su impacto en el acuerdo y las razones por las que el inversor se mostrará interesado en incluirlas. Finalmente, en caso de ser procedente, indicaremos cómo pueden articularse los pactos para que resulten favorables al inversor, favorables al emprendedor o equitativos.

Esta calificación de favorable para una de las partes o equitativa no significa que para que el acuerdo sea justo deba pactarse lo que se califica como «equitativo». Debe entenderse como que, entrando en el debate una determinada cláusula, lo anotado en la columna equitativo mitiga los efectos del pacto,

sin que recaigan todas sus consecuencias en una de las partes. Algo así como la posición «a medio camino» entre una opción claramente favorable al inversor y otra claramente favorable al empresario.

Cláusulas económicas

Valoración premoney

Ya se ha hablado ampliamente de la valoración. Señalaremos aquí que el acuerdo de inversión recoge el resultado de las negociaciones entre inversor y emprendedor con una redacción aproximada a la siguiente:

En la fecha de formalización, el fondo desembolsará X euros obteniendo a cambio un porcentaje Y% del capital de la sociedad. Este porcentaje se ha determinado considerando que el valor premoney de la empresa es Z.

No cabe hablar en este caso de una redacción más o menos benigna para el emprendedor, puesto que tal consideración pertenece al ámbito de la negociación en que se fijaron las condiciones económicas de entrada en el capital por parte del Venture Capital.

Dividendo preferente

Los dividendos son pagos que la empresa hace a sus propietarios como retribución del capital invertido. Para poder satisfacerlos es necesario que la sociedad disponga de reservas y fondos suficientes.

Cuando un Venture Capital entra en el capital de una *startup* sus aspiraciones de cobrar dividendos se sitúan en el rango de

«escasas a nulas», pues rara vez la *startup* consigue a corto plazo declarar beneficios o, habiéndolos conseguido, puede permitirse el lujo de destinarlos a sus socios como dividendos. Sin embargo, el Venture Capital en ocasiones solicita cláusulas de dividendo preferente, con los fines que expondremos a continuación.

La redacción de una cláusula de dividendo preferente puede parecerse a:

El inversor tendrá derecho a percibir un dividendo con preferencia al resto de socios igual al X% anual de su inversión original.

Es decir, se reconoce «de oficio» un dividendo al Venture Capital que será pagable si la sociedad efectivamente tiene beneficios y puede abonarlos.

Caso: Dividendo preferente

Un emprendedor y un Venture Capital acuerdan que este invertirá 500.000 euros en la *startup* del primero a cambio de una participación en el capital para el inversor del 30%. Asimismo acuerdan la concesión a Venture Capital de un dividendo preferente del 10% de su inversión.

El tercer año la sociedad obtiene por vez primera unos beneficios de 200.000 euros, y los socios deciden destinarlos íntegramente a dividendos.

Aplicando la cláusula, el reparto sería:

- Los primeros 50.000 euros (el 10% de 500.000 euros aportados por el Venture Capital), van directos al fondo.
- Los restantes 150.000 euros se reparten según el porcentaje de capital. Es decir, el 70% (105.000 euros) para el emprendedor y el 30% (45.000 euros) para Venture Capital.

Comentario

La cláusula altera los repartos estipulados por el porcentaje de capital. Según este, correspondería a cada socio del total de 200.000 euros:

- Emprendedor: 70% de 200.000 euros. 140.000 euros.
- Venture Capital: 30% de 200.000 euros. 60.000 euros.

El dividendo preferente ha establecido en cambio esta proporción:

- Emprendedor: 105.000 euros (52,5% del total).
- Venture Capital: 95.000 euros (47,5% del total).

Es sencillo comprobar cómo el dividendo preferente, establecido como porcentaje de la inversión inicial del Venture Capital, es tanto más doloroso cuanto menores sean los beneficios. Por el contrario, cuanto mayores sean estos, el efecto final del dividendo preferente es menor.

En consecuencia, la presencia del dividendo preferente hace que el equipo promotor deba mejorar lo máximo posible los resultados de la empresa para que aquel no altere significativamente el reparto de ganancias. Y precisamente eso es lo que busca el inversor: evitar que la empresa se convierta en un mero puesto de trabajo para los promotores, carentes de toda ambición por la rentabilidad de sus socios.

Pero además, conviene destacar otro factor determinante en el tratamiento de los dividendos, y es su carácter: acumulado o no acumulado.

	Dividendo acumulado	Dividendo no acumulado
Definición	Se declara un dividendo en el año x, y si la empresa no es capaz de pagarlo, el primer ejercicio x+n en que lo haga la sociedad deberá pagar todos los anteriores que no se liquidaron.	Se declara un dividendo en el año x, y si la empresa no es capaz de satisfacerlo aquel se pierde no pudiendo ser reclamado en un momento posterior.

	Dividendo acumulado	Dividendo no acumulado
Ejemplo	<p>El fondo invierte un millón de euros con un dividendo acumulado del 8%.</p> <p>Al cabo de tres años la sociedad declara un dividendo de 200.000 euros a repartir entre todos.</p> <p>La empresa debe al fondo tres años de dividendos (incluido éste), es decir 240.000 euros. Con lo que el fondo se lleva todo y aún se le deben 40.000 euros de dividendos no cobrados.</p>	<p>El fondo invierte un millón de euros con un dividendo no acumulado del 8%.</p> <p>Al cabo de tres años la sociedad declara un dividendo de 200.000 euros a repartir entre todos.</p> <p>Cada socio se lleva su porcentaje de los 200.000 euros después de que el fondo se lleve los primeros 80.000 euros.</p>

En el caso práctico anterior el tipo de dividendo era no acumulado.¹

Los dividendos preferentes son cláusulas que los inversores experimentados no tienen excesivos problemas en eliminar, a cambio siempre de otras concesiones. Y esto es así por dos motivos. Por un lado saben que lo normal es que hasta el momento de la salida no se cobren (lo cual equivale a una «preferencia de liquidación», que estudiaremos a continuación). Pero por otro, y más importante, saben que si ellos tienen un dividendo preferente el nuevo inversor que entre en la empresa en una ronda de financiación posterior también lo va a reclamar. Y dado que este nuevo inversor aportará más capital lo lógico es que su dividendo sea en términos absolutos superior al suyo, por lo que en la salida tendrá que esperar a que este dividendo mayor se cobre por

1 La determinación del dividendo preferente como porcentaje de la inversión realizada es la práctica común en Estados Unidos, si bien en España el asunto es legalmente espinoso. El artículo 50.2 de la ley de Sociedades Anónimas establece que no es válida la creación de «acciones con el derecho a percibir un interés, cualquiera que sea la forma de su determinación». Cuando se establece el dividendo preferente como un porcentaje de la inversión, y además se garantiza al inversor su acumulación y cobro contra beneficios futuros, se está creando de facto una acción con derecho a cobrar interés. En el caso acumulado el interés vence y se devenga todos los años, aunque no sea exigible hasta los ejercicios con beneficio después de impuestos.

parte del nuevo inversor antes de que él pueda poner sus manos en la parte del precio que le toca. En definitiva, la cláusula del dividendo preferente pasa a jugar en su contra.

Resumiendo: el dividendo preferente transfiere rentas del emprendedor al Venture Capital, si bien la modalidad de dividendo acumulado erosiona de manera más acusada la posición de aquel. Por tal razón, para la estrategia de negociación pueden considerarse estas posiciones:

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Dividendo acumulado. Porcentaje elevado de la inversión inicial.	Sin dividendo preferente.	Dividendo no acumulado. Porcentaje razonable de la inversión inicial.

Preferencia en la liquidación o venta

Este pacto tiene como objetivo asegurar un retorno mínimo al inversor en caso de venta de la empresa a un tercero; o, si se liquida esta por su mala marcha, la asignación prioritaria al Venture Capital de lo que haya podido recuperarse en el «derribo».

En el segundo caso, quiebra, parece lógico que la parte que ha puesto más dinero en el negocio, o por lo menos ha pagado una valoración más alta, trate de recuperar lo máximo posible. Poco hay que decir sobre este extremo, y no creo que el emprendedor deba oponerse ferozmente a la preferencia a favor del inversor en caso de liquidación por quiebra.

Ahora bien, el caso de la preferencia cuando hay una venta en la que se obtienen ganancias sí que merece toda nuestra atención, pues los rendimientos que se asignarán los socios sufrirán importantes alteraciones respecto al reparto inicial de capital. La redacción de la cláusula puede ser:

En caso de liquidación de la sociedad, el fondo tendrá derecho a percibir con preferencia al resto de socios una cantidad igual a X veces su inversión inicial. Después de percibir esta cantidad, el fondo recibirá la cuota que le corresponda por su porcentaje en el capital.

En otras palabras, aplicando este pacto una vez que se fija el precio de la empresa con el comprador, y llegado el momento de repartirlo entre el emprendedor y el Venture Capital, este separará X veces el dinero puesto en la empresa y el resto sí que será repartido según los porcentajes de capital que tenga cada socio. Ilustremos este caso con un ejemplo.

Caso: Preferencia en la liquidación

Un emprendedor y un Venture Capital acuerdan que este invertirá 500.000 euros en la *startup* del primero a cambio de una participación en el capital del 30%. Asimismo acuerdan la concesión al Venture Capital de una preferencia en la liquidación de una vez su inversión.

Cuatro años más tarde, una empresa competidora ofrece a ambos socios 3,5 millones de euros por el cien por cien de la empresa. Reunidos en junta, el emprendedor y el Venture Capital deciden aceptar la oferta.

Cobrados los 3,5 millones de euros, el reparto quedaría de la siguiente manera:

- El Venture Capital recibe 500.000 euros, equivalentes a una vez su aportación de capital.
- Los restantes 3 millones se asignan según el porcentaje de capital, 70% para el emprendedor (2,1 millones de euros) y 30% para el Venture Capital (900.000 euros).

Comentario

Es obligada la comparación del escenario anterior con el que tendríamos sin la cláusula de preferencia. Efectivamente, sin tal pacto el reparto habría sido:

- Emprendedor: 70% de 3,5 millones de euros. 2,45 millones de euros.
- Venture Capital: 30% de 3,5 millones de euros. 1,05 millones de euros.

Con la aplicación de la cláusula el reparto anterior queda modificado en estos términos:

- Emprendedor: 2,1 millones de euros. 60% del total del precio.
- Venture Capital: 1,4 millones de euros. 40% del total del precio.

En otras palabras, a efectos del reparto de los beneficios la cláusula ha asignado al Venture Capital el 40% del capital en lugar del 30% que se pactó en la entrada. Puede entonces el lector ver ahora cómo un inversor experimentado es capaz de hacer feliz al emprendedor proporcionándole la valoración que este desea y al mismo tiempo obtener el acuerdo que mejor satisface sus intereses.

La cláusula de preferencia tiene todo el sentido para proteger al último inversor que entra en la *startup* frente a una venta en la que los demás socios consiguen beneficios y él pérdidas. Veamos este caso con un modelo económico, DefSegInv.xls.

Modelo: Defensa del segundo inversor (DefSegInv.xls)

Este modelo muestra la mecánica de reparto de ganancias en una salida entre el emprendedor, un primer inversor VC1 y un segundo inversor VC2. Se distingue el caso en que se ha pactado una preferencia de liquidación a favor de VC2 de manera que se aprecie su efecto en el reparto final.

Los datos de partida del modelo son:

- Aportaciones (fila 19); en cada una de las rondas, fundación (celda D19), primera ronda (celda G19) y segunda ronda (celda J19),

se debe indicar el capital aportado por los emprendedores, VC1 y VC2, respectivamente.

- Valoración premoney (fila 20): valoración de la empresa en primera ronda (celda G20) y segunda ronda (celda J20).
- Precio de venta de la empresa (celda D23): precio pagado por el capital de la compañía en el momento de la salida de los inversores.

SIN PREFERENCIA DE LIQUIDACIÓN PARA VC 2									
	Fundación		Primera ronda		Segunda ronda				
	Caja aportada	Porcentaje	Caja aportada	Porcentaje	Caja aportada	Porcentaje	Valor en salida	Multiplo	
Promotores	20.000	100%	20.000	70%	20.000	47%	2.333.333	116,7	
VC 1			300.000	30%	300.000	20%	1.000.000	3,3	
VC 2					2.000.000	33%	1.666.667	0,8	
Total	20.000	100%	320.000	100%	2.320.000	100%	5.000.000		
Aportación	20.000		300.000		2.000.000				
Valoración premoney			700.000		4.000.000				
Precio venta	5.000.000								

CON PREFERENCIA DE LIQUIDACIÓN PARA VC 2 (1 VEZ LA INVERSIÓN)									
	Fundación		Primera ronda		Segunda ronda				
	Caja aportada	Porcentaje	Caja aportada	Porcentaje	Caja aportada	Porcentaje	Valor en salida	Multiplo	
Promotores	20.000	100%	20.000	70%	20.000	47%	1.400.000	70,0	
VC 1			300.000	30%	300.000	20%	600.000	2,0	
VC 2					2.000.000	33%	3.000.000	1,5	
Total	20.000	100%	320.000	100%	2.320.000	100%	5.000.000		

Con los datos anteriores el modelo ofrece lo siguiente:

- Porcentajes de capital que corresponde a cada socio (columnas E, H y K).
- Valores en salida (columna M): parte del precio de venta que corresponde a cada socio.
- Múltiplo obtenido sobre la inversión (columna N): veces que el socio recupera su inversión con su cuota del precio de salida.

SIN PREFERENCIA I								
Fundación	Caja aportada	Porcentaje	Primera ronda	Porcentaje	Segunda ronda	Porcentaje	Valor en salida	Multiplo
Promotores	==D19	1	==D10	==E10*(1+H12)	==G10	==H10*(1-K14)	==K10*D23	==M10/D10
VC 1			==G19	==G19/(G20+G19)	==G12	==H12*(1-K14)	==K12*D23	==M12/G12
VC 2					==J19	==J19/(J20+J19)	==K14*D23	==M14/J14
Total	*(SUMA(D10:D15))	*(SUMA(E10:E15))	*(SUMA(G10:G15))	*(SUMA(H10:H15))	*(SUMA(J10:J15))	*(SUMA(K10:K15))	*(SUMA(M10:M15))	
Aportación	20000		300000		2000000			
Valoración premoney			700000		4000000			
Precio venta	5000000							
CON PREFERENCIA								
Fundación	Caja aportada	Porcentaje	Primera ronda	Porcentaje	Segunda ronda	Porcentaje	Valor en salida	Multiplo
Promotores	==D10	==E10	==G10	==H10	==J10	==K10	==I(D23-J19)/K32	==M32/D32
VC 1			==G12	==H12	==J12	==K12	==I(D23-J19)/K34	==M34/G34
VC 2					==J14	==K14	==J19*(I(D23-J19)/K36)	==M36/J36
Total	==D16	==E16	==G16	==H16	==J16	==K16	*(SUMA(M32:M37))	

Comentario

Este simple modelo sirve para ilustrar la idea de que los inversores son tan socios como el emprendedor cuando llega el momento de hacer una nueva ampliación de capital, por lo que a menos que se haya pactado una cláusula antidilución, ellos también verán su porcentaje disminuido ante la entrada de un nuevo inversor.

Asimismo el modelo nos muestra cómo en el caso de un único inversor, este absorbe todos los movimientos de valoración y el precio final de salida, mientras que en el segundo caso cada inversor, lógicamente, interioriza lo que ocurre en la empresa desde el momento en que está dentro del capital.

Pero volvamos al caso que nos ocupa, la preferencia en la liquidación. Fijémonos, con los datos que se aportan en el ejemplo, en la rentabilidad de VC2 en la parte superior (sin preferencia de liquidación). A pesar de que VC1 consiguen multiplicar por 3,3 su inversión, VC2 pierde dinero en la salida (invirtió 2.000.000 de euros y consigue en la salida 1.666.667 euros, calculados en la celda M14).

Es fácil suponer que en la reunión del consejo que debata la oferta recibida VC2 se opondrá enérgicamente a su aceptación, mientras que el resto estará encantado con vender el capital de la empresa por los 5 millones de euros que ofrece el comprador.

Este tipo de situaciones, en las que la salida se produce antes de lo que espera el último inversor, o con un precio que aún no refleja la creación de valor que se propuso con su aportación de fondos, suele corregirse con un pacto de liquidación preferente.

Así vemos en la parte de abajo (con preferencia de liquidación) cómo VC2 recupera en primer lugar su aportación (2.000.000 de euros en la celda J19) y posteriormente todos los socios perciben el porcentaje del precio que les corresponde (celdas M32 a M36). (Ver gráfico de la página 263)

El efecto en el reparto de las ganancias de la cláusula de liquidación preferente suele ser mayor que el de los dividendos. A continuación se propone un modelo económico (GanClau.xls) para que el lector pueda poner en práctica distintas opciones y comprobar sus efectos.

Modelo: Reparto de ganancias con cláusulas

Con este modelo calcularemos los distintos repartos de ganancias en una salida a que dará lugar la aplicación de cláusulas de liquidación preferente y reparto de dividendos, pactadas entre el emprendedor y el Venture Capital en el acuerdo de inversión.

Con los datos de partida, la hoja de cálculo nos ofrecerá cuatro repartos en paralelo (con y sin cláusulas o con una de ellas) para que el lector pueda apreciar cómo afecta cada cláusula a las cantidades finales.

Los datos de entrada del modelo son:

- Inversión del Venture Capital (celda C6): fondos aportados por el inversor en la entrada en el capital de la *startup*.
- Porcentaje del Venture Capital en la empresa (celda C7): participación concedida al inversor a cambio de su aportación de fondos.

- Año de salida (celda C9): número de años que el Venture Capital permanece en el capital de la participada.
- Precio de venta (celda C10): precio pagado por el comprador por el capital de la *startup* en el momento de la salida del inversor.
- Dividendo preferente del Venture Capital (celda C13): porcentaje de la inversión realizada (celda C6) que se reconoce cada año al inversor como dividendo preferente.
- Número de veces la inversión en la liquidación preferente (celda C18): número de veces que el Venture Capital recupera la inversión realizada (celda C6) antes de que se reparta el precio obtenido entre los socios.

Reporte de ganancias con cláusulas especiales		Sin dividendos		Con dividendos		Sin dividendos		Con dividendos	
		Sin liquidación preferente	Porcentaje						
6	Inversión del VC	500.000							
7	Porcentaje del VC en la empresa	30%							
8	Año de salida	5							
9	Precio de venta	5.000.000							
10									
11									
12									
13	Dividendo preferente del VC (%)	10%							
14	(Como porcentaje de su inversión)								
15									
16									
17	Liquidación preferente								
18	Número de veces la inversión	1							
19									
20									
21	Reporte de dividendos								
22	Montante de la liquidación preferente	250.000							
23		500.000							
24									
25									
26									
27									
28									
29									
30									
31									
32									
33									
34									
35									
36									
37									
38									
39									
40									
41									
42									
43									
44									
45									
46									
47									
48									
49									
50									

Con los datos anteriores el modelo calcula el porcentaje del precio asignado a inversor y emprendedor en cada escenario, así como el múltiplo (fila 12) y la TIR (fila 13) obtenidos por el inversor.

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
1	Reparto											
2	Euros											
3												
4						Sin dividendos		Con dividendos		Sin dividendos		
5						Sin liquidación preferente	Porcentaje	Sin liquidación preferente	Porcentaje	Con liquidación preferente	Porcentaje	
6												
7						Promotores	==+(1-C7)/C10	==F7/F10	==+(C10-C21)/(1-C7)	==I7/I10	==+(C10-C22)/(1-C7)	==L7/L10
8						VC	==C7/C10	==F8/F10	==C21+((C10-C21)/C7)	==H10	==C22+((C10-C22)/C7)	==L8/L10
9												
10						Total	==F7+F8		==I7+I8		==L7+L8	
11												
12						Multiplo salida VC	==F8/\$C\$6		==I8/\$C\$6		==L8/\$C\$6	
13						TR VC	==((F8/\$C\$6)/(1/\$C\$9))-1		==((I8/\$C\$6)/(1/\$C\$9))-1		==((L8/\$C\$6)/(1/\$C\$9))-1	
14												
15												
16												
17						Liquidación preferente						
18						Número de veces la inversión	1					
19												
20						Reparto de dividendos	=C13*\$D\$C9					
21						Montante de la liquidación preferente	=C18*\$C8					
22												
23												
24												
25												
26												
27												
28												
29												
30												
31												
32												
33												
34												
35												
36												
37												
38												
39												
40												
41												
42												
43												
44												
45												
46												
47												
48												

Comentario

El modelo propuesto supone que los dividendos se acumulan, pero no se cobran, de manera que en la salida el Venture Capital los descuenta del precio de venta antes de proceder al reparto. Asimismo se considera que el número de veces que se recupera la inversión con la cláusula de liquidación preferente se deduce del precio de venta con anterioridad al reparto.

Con ambas premisas se puede apreciar cómo el juego de las cláusulas, con los datos numéricos propuestos en el ejemplo, mejora significativamente la rentabilidad del inversor en detrimento del emprendedor. En la mayoría de los casos la liquidación preferente tiene un mayor efecto en la rentabilidad final que los dividendos.

La liquidación preferente es obligada en los casos en los que la salida es una opción tan temprana que se produce antes de que la *startup* haya creado el valor suficiente para que el Venture Capital consiga beneficios de su inversión. Por ello, si se concede en estos casos como medida protectora, es una buena práctica limitar temporalmente su eficacia.

Es preciso en todo caso que el equipo promotor sepa valorar convenientemente el peso económico de las solicitudes del Venture Capital para plantear alternativas ecuanímenes de reparto de las ganancias en caso de salidas exitosas.

En particular, el emprendedor debe ser muy cauto cuando valore la preferencia en la liquidación. Si parece cierto que el último inversor corre el riesgo descrito en el primer modelo, oponerse a la cláusula puede malograr su entrada en el capital. Sin embargo existen opciones para mitigar algo sus efectos. Por esta razón proponemos tres opciones, una favorable al inversor, otra al emprendedor, y otra equitativa:

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Aplicación de la cláusula tanto en venta como en liquidación por quiebra. Preferencia de varias veces su inversión inicial.	No estar. Aplicación de la cláusula solo en caso de quiebra.	Aplicación de la cláusula tanto en venta como en liquidación por quiebra. Si aplica en caso de venta, únicamente una vez su inversión inicial.

La fórmula equitativa limita el daño al emprendedor, si bien el mejor caso es que la preferencia no esté, o estando, se aplique únicamente en caso de quiebra.

Adquisición preferente

La legislación mercantil regula la transmisión de las acciones y participaciones estableciendo, particularmente en el caso de las sociedades limitadas, donde prima la relación de «socios», un régimen proteccionista de los socios actuales ante nuevas entradas en el capital. Dado que lo normal es que la *startup* adopte el régimen jurídico de las sociedades limitadas, continuaremos la exposición de este capítulo haciendo referencia a ellas.

El régimen de transmisibilidad de las participaciones está recogido en los artículos 29 a 34 de la ley de Sociedades de Res-

ponsabilidad Limitada (LSRL; Ley 2/1995, de 23 de marzo; modificada posteriormente por la Ley 7/2003 y Ley 3/2009). En lo referido a la transmisión inter vivos (opuesta a la mortis causa), se dice que si en los estatutos de la sociedad se hace uso de la facultad reguladora, deberán observarse estas reglas:

- Son nulas las cláusulas que hagan prácticamente libre la transmisión a terceros ajenos a la sociedad, salvo al cónyuge, ascendientes o descendientes del socio o a sociedades pertenecientes al mismo grupo que la transmitiente (art. 29.1 y 30 LSRL).
- Son nulas las disposiciones que hagan prácticamente intransmisibles las participaciones (art. 30.4 LSRL).
- No puede obligarse al socio a que venda un número distinto de participaciones del que desea desprenderse (art. 30.2 LSRL).

Salvando lo anterior, los estatutos pueden fijar cualquier sistema. Y esto será válido porque el socio que manifieste su intención de serlo conoce tales estatutos y los acepta.

A falta de regulación estatutaria, el artículo 29.2 LSRL impone las siguientes reglas:

1. El socio que se proponga transmitir participaciones deberá comunicárselo a los administradores, indicando el número de las que pretende transferir, la identidad del adquirente, el precio (si fuera a título oneroso) y demás condiciones de la transmisión.
2. Los administradores someterán la cuestión a junta general. La junta podrá oponerse a la operación si presenta persona o personas dispuestas a adquirir la totalidad de participaciones ofrecidas o si decide que sea la propia sociedad la que las adquiera respetando los requisitos de la ley para la adquisición derivativa.
3. Los socios concurrentes a la junta tienen derecho de adquisición preferente, y si acuden varios a la venta se asignarán a prorrata las participaciones.

4. Transcurridos tres meses desde el requerimiento a los administradores sin pronunciamiento de la junta, o igual período desde que se comunicó al transmitente el nombre del comprador, aquel quedará en libertad para transmitir a terceros.

Pues bien, en ocasiones los inversores buscan un «refuerzo» en su beneficio del régimen legal estableciendo una ulterior protección en caso de venta de participaciones por parte de un socio, asignándose un derecho preferencial exclusivo para adquirir tales participaciones. Literalmente sería algo parecido a lo siguiente:

En caso de que algún promotor desee vender todas o parte de sus participaciones, habiendo sido autorizado para ello, el fondo tendrá un derecho preferencial de tanteo para adquirir el citado paquete de participaciones. En caso de no ejercerlo, las participaciones serán ofrecidas al resto de socios.

Existen sólidas razones para que un inversor imponga este pacto. En primer lugar, el Venture Capital cuando invierte en una *startup* apuesta por un equipo, y su desmembramiento constituye una de sus peores pesadillas. Con la venta de participaciones, pueden entrar en la empresa otros socios desconocidos o, incluso, no deseados por él. Por ello, el acuerdo anterior persigue controlar la composición del capital de la sociedad por parte del Venture Capital, pudiendo aumentar su cuota en caso de ser interesante la oportunidad para ello.

Las opciones para negociar tal cláusula serían:

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Derecho de tanteo a favor del inversor.	Derecho de tanteo a favor del equipo promotor.	Aplicación de la Ley.

En general, la mejor recomendación es no hacer de este pacto un asunto conflictivo en la negociación del acuerdo de inversión y, llegados al caso en que uno de los socios tenga que vender su participación, resolver la cuestión cordial y equitativamente.

Cláusula antidilución

Las cláusulas antidilución son las más conflictivas cuando llega el momento de ponerlas en práctica, no solo por las consecuencias que implican para el emprendedor sino por el contexto en que tales cláusulas entran en juego.

Este pacto está íntimamente vinculado al proceso negociador de la valoración y, sobre todo, a las expectativas de revalorización del precio pagado por el inversor en su entrada en la *startup* ante una nueva ronda de financiación. Básicamente la cláusula protege al inversor en el supuesto de que el valor premoney de la nueva ronda de financiación sea inferior al valor postmoney de la ronda en la que entró él. Viene a ser, pues, una red que se pone debajo del trapecio donde hace piruetas el Venture Capital.

En efecto, cuando la valoración de la *startup* aumenta entre una ronda y otra, la dilución en la participación de los socios no afecta negativamente el valor inicial invertido, ya que esa menor participación después de la nueva ronda se compensa con mayor valor total de la compañía, como vemos en este ejemplo.

Caso: Ronda con aumento de valoración

Un emprendedor y VC1 son socios de una *startup* en la que el segundo invirtió 200.000 euros y dispone del 20% del capital. Ahora la sociedad sale al mercado para buscar un nuevo inversor que aporte 700.000 euros, con una valoración postmoney de 3 millones de euros. VC2 acepta entrar en las condiciones ofrecidas.

VC2, con su inversión, obtendrá el 23,3% de la empresa ($700.000 / 3.000.000 = 23,3\%$). Por tal razón, los socios actuales deberán diluirse

en tal proporción y quedar con los siguientes porcentajes: emprendedor, 61,4%; VC1, 15,3%.

Comentario

VC1 pasa de tener el 20% del capital, al 15,3%. Pero ¿cómo ha afectado a su patrimonio la nueva ronda?

Podemos comprobar que si multiplicamos la valoración premoney (2.300.000 euros) por el porcentaje que ostenta en la sociedad antes de la ronda (20%), el valor económico de su cuota (460.000 euros) es más del doble de lo aportado por él en primera ronda. Idéntico valor obtenemos si multiplicamos el valor postmoney (3.000.000) por el porcentaje de segunda ronda (15,3%).

En otras palabras, la empresa ha «creado valor» para los socios y tal valor ha sido reconocido por VC2 en la nueva ronda de financiación. La tabla de capitalización quedaría así:

Socio	% primera ronda	% segunda ronda	Valor premoney	Valor postmoney
Emprendedor	80%	61,4%	1.840.000	1.840.000
VC1	20%	15,3%	460.000	460.000
VC2		23,3%		700.000
Total	100%	100%	2.300.000	3.000.000

En cambio, cuando la valoración disminuye la situación es distinta, y ello puede obedecer a alguna de estas dos causas:

- El inversor pagó un precio excesivamente alto por la *startup*, es decir, obtuvo un porcentaje de la *startup* menor del que debería haber conseguido por su aportación financiera.
- El inversor pagó un precio justo, pero la marcha del negocio ha sido peor de lo previsto en el plan de negocio, por lo que la nueva ronda penaliza la valoración.

Los Venture Capital suelen argumentar la solicitud de la cláusula antidilución esgrimiendo la primera razón. Así, cuando transigen con la valoración del emprendedor solicitan a cambio la cláusula por «si acaso» las partes se han equivocado al establecer aquella.

También emplean la segunda situación (marcha adversa) cuando el plan de empresa del emprendedor es sumamente ambicioso, o incluso poco realista, y el Venture Capital lo «acepta», pero con la protección de la cláusula, de manera que si los logros del plan se demoran y esto afecta a la valoración de la segunda ronda, entonces él está protegido.

Una redacción que proponemos a modo de ejemplo es la siguiente:

En caso de que la sociedad realice una nueva emisión de participaciones a un precio por participación (incluida prima de emisión) inferior a las suscritas por el fondo, este tendrá derecho a la emisión de nuevas participaciones que compense el efecto dilución de la ampliación.

Mostraremos el funcionamiento de la cláusula con un ejemplo.

Caso: Cláusula antidilución

Los fundadores de la empresa de *software* ALFA consiguen cerrar una ronda de financiación de 500.000 euros para su empresa con el fondo VC1. La negociación fue complicada, pues ALFA defendía un valor post-money de 3 millones de euros, mientras que VC1 era reacio a conceder un valor superior a 1,5 millones. Finalmente el inversor acepta la valoración propuesta por los emprendedores, pero a cambio de una cláusula antidilución.

VC1 confía en que el *pipeline* de productos de seguridad que ALFA tiene previsto lanzar en los próximos meses tendrá una buena acogida en el mercado, aunque la sensación que le queda es que está pagando un precio excesivamente alto.

Efectivamente, al cabo de quince meses la empresa sale nuevamente al mercado a buscar 750.000 euros más de financiación. Solamente un inversor, VC2, se muestra dispuesto a participar en la ronda, pero a una valoración premoney de 2,5 millones de euros. Los socios de ALFA aceptan la propuesta, y la cláusula entra en vigor.

VC1, con una valoración de 3 millones postmoney, obtuvo en la primera ronda un porcentaje del 16,6%. VC2 aporta 750.000 euros con un valor postmoney de segunda ronda igual a 3.250.000 euros, por lo que su porcentaje es 23,1%.

Si VC1 no tuviese cláusula antidilución debería quedar en segunda ronda con un 12,8%, obtenido: $16,6\% \times (100\% - 23,1\%)$.

Sin embargo, con la cláusula no le afecta la pérdida de valor de la segunda ronda, luego es como si en primera ronda en lugar de tener el 16,6% hubiese tenido el 20% (500.000 euros / 2.500.000 euros, premoney de segunda ronda). En consecuencia, el porcentaje de VC1 después de la entrada de VC2 será el 15,4%, obtenido: $20\% \times (100\% - 23,1\%)$.

Comentario

La cláusula antidilución anula la pérdida de valor entre una ronda y otra. Así, aunque la valoración postmoney pactada fue 3 millones de euros, la realidad es que en vista de lo que pasó en la segunda ronda aquella debería haber sido 2,5 millones de euros (la premoney de la segunda ronda). En definitiva, la cláusula tiene el efecto de corregir el «error» de valoración de la primera ronda poniendo al inversor en el lugar que le correspondería.

Vemos que el Venture Capital que dispone de la cláusula está jugando con ventaja, puesto que no asume el riesgo de que la empresa vaya mal y ello se refleje en la valoración de la segunda ronda. Esa es una forma algo miope de ver la cuestión. La realidad es que VC1 sí que arriesga. Se arriesga a que no se consiga una segunda ronda y la empresa entre en insolvencia. También es cierto que el emprendedor jugó fuerte. Si las cosas hubiesen salido bien y la valoración premoney de la segunda ronda hubiese sido superior a 3 millones de euros, la cláusula no habría entrado en juego y los promotores se habrían salido con la suya habiendo sacado adelante la primera ronda con la valoración que ellos deseaban (1,5 millones de euros).

Como siempre que ocurre en el mercado de capitales, uno compra pensando que el bien adquirido vale más de lo pagado, y otro vende creyendo lo contrario.

Ahora bien, si nos fijamos en el ejemplo anterior la cláusula anti-dilución se aplica tanto si VC2 aporta 750.000 euros, como si aporta solamente 20 euros. En ambos casos el porcentaje de la primera ronda de VC1 se corrige del 16,6% al 20%, pues la corrección se computa con la valoración premoney de la segunda ronda, sin que afecte el importe de la ampliación de capital. En otras palabras, la protección al inversor es completa. Este tipo de cláusulas se denomina *full ratchet*.

Sin embargo, parece justo admitir que la protección al inversor debe atenuarse en función del tamaño de la segunda ronda, y por ello se suele poner en práctica una versión edulcorada denominada *weighted average*, en la que la protección al inversor se limita ponderando el efecto al tamaño de la segunda ronda. Ponderándolo precisamente por el porcentaje que asume el nuevo inversor.

Caso: Cláusula antidilución *weighted average*

En el caso anterior, supongamos que la cláusula pactada es *weighted average*. En ese caso la protección del inversor sería únicamente un 23,1% de la del caso anterior (esto es, el porcentaje que asume VC2). Es decir, con la cláusula *full ratchet* la posición de partida era el 20%, siendo la protección practicada del 3,3% (20% - 16,7%).

Pues ahora aplicaremos una protección del 0,8% (3,3% x 23,1%). De manera que el porcentaje final de VC1 se calcula:

$$(16,7\% + 0,8\%) \times (100\% - 23,1\%) = 13,4\%$$

Comentario

Efectivamente vemos cómo el porcentaje final de VC1 se sitúa en un punto intermedio entre la desprotección (no cláusula) y la protección completa (*full ratchet*).

Sin cláusula	Cláusula <i>full ratchet</i>	Cláusula <i>weighted average</i>
12,8%	15,4%	13,4%

A continuación, proporcionamos al lector un sencillo modelo (ClauAntDil.xls) en el que se muestra el funcionamiento de las cláusulas. Es importante recordar que para que el modelo tenga

sentido la valoración premoney de la segunda ronda debe ser inferior a la postmoney de la primera ronda, de lo contrario no tiene efecto la cláusula.

Modelo: Cláusulas antidilución

Esta hoja de cálculo (ClauAntDil.xls) permite al lector comprobar la diferencia en posiciones de capital a que da lugar la cláusula antidilución (tanto en su variante *full ratchet* como *weighted average*). Los datos de partida del modelo son:

- Aportación VC1 (celda C5): inversión realizada por el primer inversor en primera ronda.
- Valoración postmoney en primera ronda (celda C6): valoración pactada por los emprendedores y VC1 en primera ronda.
- Aportación VC2 (celda C9): fondos aportados por el nuevo inversor en segunda ronda.
- Postmoney segunda ronda (celda C10): valoración postmoney pactada en la segunda ronda con VC2.

Efecto de la cláusula antidilución		Euros			
Aportación VC1		500.000			
Postmoney primera ronda		3.000.000			
Porcentaje VC1		16,7%			
Aportación VC2		750.000			
Postmoney segunda ronda		3.250.000			
Porcentaje VC2		23,1%			
Premoney segunda ronda		2.500.000			
			Sí aplica la cláusula antidilución		
			<u>Sin antidilución</u>	<u>Full ratchet</u>	<u>Weighted average</u>
Emprendedor			64,1%	61,5%	63,5%
VC1			12,8%	15,4%	13,4%
VC2			23,1%	23,1%	23,1%
Total			100,0%	100,0%	100,0%

Con todos los datos anteriores el modelo ofrece el reparto del capital de la empresa en tres escenarios: sin cláusula antidilución (celdas

C16 a C18), con cláusula *full ratchet* (celdas D16 a D18) y con cláusula *weighted average* (celdas E16 a E18).

	A	B	C	D	E
1	Efecto de la cláusula				
2	Euros				
3					
4					
5		Aportación VC1	500000		
6		Postmoney primera ronda	3000000		
7		Porcentaje VC1	==C5/C6		
8					
9		Aportación VC2	750000		
10		Postmoney segunda ronda	3250000		
11		Porcentaje VC2	==C9/C10		
12		Premoney segunda ronda	==C10-C9		==SI(C12>C6;" No aplica la cláusula antidilución";"Si aplica la cláusula antidilución")
13					
14					
15					
16					
17		Emprendedor	==[1-C7]*(1-C11)	==[1-(C5/C12)]*(1-C11)	==[1-(C7+C11*(C5/C12-C7))]*(1-C11)
18		VC1	==C7*(1-C11)	==C5/C12*(1-C11)	==(C7+C11*(C5/C12-C7))*(1-C11)
19		VC2	==C11	==C9/C10	==C11
20		Total	==C16+C17+C18	==D16+D17+D18	==E16+E17+E18
21					
22					
23					
24					
25					
26					
27					
28					
29					
30					
31					
32					
33					

Por todo lo visto hasta ahora es evidente que la raíz del problema generado por la cláusula es el hecho de que el emprendedor se salió con la suya en la valoración y que la desconfianza del inversor ante esta ocasionó su necesidad de protección mediante la antidilución. De ello puede extraerse una importante lección: en la medida en que la valoración sea consensuada o, incluso, impuesta por el inversor, la necesidad de la protección del Venture Capital desaparece y al emprendedor le asiste toda la razón cuando se opone a la antidilución. En otras palabras, si es el inversor el que determina la valoración debe ser él quien asuma el riesgo de haberse equivocado y, por lo tanto, no tiene sentido que además de subirse él solito al trapecio sea el emprendedor el que le sujete la red.

De todo lo anterior es fácil deducir que si no hay rondas de financiación posteriores a aquella en la que entró el inversor protegido, no hay problema alguno que se derive de la antidilución. Si no hay ronda, nadie se diluye. Cabría preguntarse si entraría

en juego la cláusula en caso de que se venda la empresa por un precio inferior al postmoney de la ronda anterior. La respuesta sería negativa. La antidilución protege ante rondas de financiación. Si la empresa se vende por menos dinero del que se fijó como valoración en la entrada en el capital del inversor, la situación tiene otro nombre: «perder dinero». Es algo que no agrada a los inversores pero que sucede con cierta frecuencia.

Pero hay más. Un nuevo e importantísimo factor debe ser tenido en cuenta a la hora de pactar con un inversor una antidilución:

Es crucial que el inversor al que se concede una cláusula antidilución tenga la posibilidad de aportar más fondos en rondas posteriores de financiación.

Para explicar esta regla emplearemos un ejemplo.

Caso: Inversor *free-rider*

Un emprendedor acuerda la entrada de un *Business Angel* (BA1) en su *startup*. BA1 aportará 90.000 euros con valor postmoney de 900.000 euros y además obtiene una cláusula antidilución *full ratchet*. BA1 insiste en que no tiene más dinero para poner en el negocio.

Con la inversión recibida, y en un tiempo récord, el emprendedor pone en marcha el negocio y desarrolla un prototipo que consigue patentar en España. Crea una página web y acude a una feria, en la que empieza a recibir el interés de algunos distribuidores. Sin embargo, la necesidad de contratar más personal y financiar el circulante que le impondrían los numerosos pedidos esperados le hace buscar una nueva ronda de financiación de otros 200.000 euros.

El sector donde compite la *startup* muestra una gran presión competitiva y los fondos de Venture Capital a los que acude el emprendedor se muestran poco receptivos, habida cuenta del pequeño tamaño de la empresa. BA1 sugiere buscar otro *business angel* y dejar para más adelante a los Venture Capital. Así, el emprendedor presenta el proyecto en

distintos foros de inversión y un nuevo *business angel*, BA2, manifiesta su interés en invertir.

El emprendedor defiende una valoración premoney de 1,2 millones de euros, pero BA2 sostiene que tal valor es excesivo, puesto que aún no se han recibido pedidos en firme y además será necesario mejorar ulteriormente el producto para hacer frente a la competencia. En resumidas cuentas, cuestiona el nivel de desarrollo de la *startup* que a su juicio es prometedora pero aún no es ninguna realidad. Por tales razones acepta únicamente una valoración premoney de 700.000 euros.

El emprendedor acude a BA1 para que colabore en su defensa de la valoración de 1,2 millones de euros, pero para su sorpresa BA1 se muestra de acuerdo con las tesis de BA2 y le urge al emprendedor a que cierre el acuerdo con él.

Comentario

La reacción de BA1 es comprensible. Fijémonos que BA1 tiene el 10% de la empresa en primera ronda. Si el emprendedor se sale con la suya y la valoración premoney pactada es 1,2 millones de euros la cláusula antidilución no entra en juego y por consiguiente BA1 tendrá que diluirse un 14,3% (el porcentaje que corresponde a BA2 aportando 200.000 euros con un postmoney de 1,4 millones).

Sin embargo, si el premoney pactado es 700.000 euros la cláusula sí es de aplicación y, si bien a BA2 habrá que ceder el 22,2% del negocio, a BA1 se le debe proteger totalmente de la dilución por lo que su porcentaje final en segunda ronda termina siendo el mismo 10% que tenía en la primera.

En efecto, si el premoney de segunda ronda es 700.000 euros, su porcentaje antes de la segunda ronda debe subir a 12,9%. Posteriormente se diluye el 22,2% y termina con el 10%. Que coincide con su cuota de la primera ronda.

Para impedir que sucedan situaciones como las descritas anteriormente, en las que los inversores actuales no solo tienen incentivo para no acudir a la nueva ronda, sino que además defenderán valoraciones bajas, suele incluirse el pacto *pay to play* (paga para jugar).

Según este pacto, para que un inversor pueda beneficiarse de la protección de la cláusula antidilución deberá participar en la nueva ronda de financiación con la cuota parte que le corresponda. En caso de que la ronda sea demasiado grande para él, puede acordarse que la protección solo se aplique en la proporción de cuota que él sea capaz de cubrir. Por tal razón es importante que el inversor al que damos entrada en la empresa con antidilución tenga recursos suficientes para participar en nuevas rondas, tal y como enunciamos en la regla anterior.

El *pay to play* evita además vetos de facto que pueden ocurrir cuando hay más de un inversor en la empresa y todos ellos tienen antidilución.

Caso: Veto de facto con antidilución

Una *startup* tiene dos *business angels*, BA1 y BA2, en su capital. Ambos con cláusula antidilución.

La empresa no va bien y para su pervivencia precisa de una inyección urgente de fondos, lógicamente a una valoración inferior a la anterior. BA1, un conocido y adinerado empresario de la región, ha manifestado su interés en aportar la parte que le corresponde, pero BA2 dice que no puede hacerlo.

BA1 propone entonces poner él todo el dinero de la ronda, siempre y cuando BA2 renuncie a su cláusula antidilución. BA2 rechaza la propuesta. La situación llega a un bloqueo.

Comentario

Lógicamente BA2, sabiendo que la situación es desesperada y que BA1 quiere y puede poner toda la ronda, esperará que así lo haga y que la cláusula además le proteja de la dilución.

Con *pay to play* BA2 tiene dos opciones: o participa en la segunda (lo cual es lo que se le solicita) o ve anulada su protección, con lo que no puede aprovecharse del esfuerzo de BA1.

En resumidas cuentas, la cláusula antidilución protege al inversor frente a devaluaciones en la empresa verificadas en rondas posteriores de financiación. Esta protección la concede, y la paga, el emprendedor, que asumirá la dilución que le corresponde al Venture Capital protegido. Por esta razón resulta crucial afrontar las negociaciones sobre este punto con una base sólida de cálculo. Para el proceso negociador proponemos estas posiciones de partida:

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Cláusula <i>full ratchet</i> sin <i>pay to play</i> .	Sin cláusula antidilución.	Cláusula <i>weighted average</i> con <i>pay to play</i> .

Recordamos que en la tabla anterior, la columna «equitativa» no significa que introduciendo lo que en ella figura se alcance un acuerdo justo. De hecho, un acuerdo puede ser justo y no recoger en absoluto la cláusula antidilución. El término equitativo significa que, habiéndose establecido la necesidad de la cláusula antidilución, si esta es *weighted average*, la distribución de la dilución se reparte y no cae en su totalidad en el promotor.

Para terminar, es importante destacar que si se consulta la literatura anglosajona sobre cláusulas antidilución veremos que el modo de funcionamiento es distinto. En Estados Unidos el inversor suscribe una serie de acciones preferentes distinta de la ordinaria que tienen los emprendedores y, a la vez, se fija una fórmula de conversión para que cuando llegue el momento de la salida se puedan convertir esas acciones preferentes en ordinarias. Pues bien, la cláusula antidilución en Estados Unidos lo que hace es modificar esa fórmula de conversión. No entraremos en más detalles en este libro sobre la mecánica estadounidense, remitiéndonos para ello a la bibliografía final.

Recompra

La recompra, en inglés *redemption*, constituye uno de los puntos más difícilmente entendibles para los emprendedores. Varias veces he escuchado a algunos decir que han renunciado a la financiación de un inversor porque les querían imponer tal pacto.

También ocurre la situación inversa. Empresarios profundamente desconocedores del capital riesgo que acuden a un Venture Capital solicitando un capital que se comprometen a recomprar lo antes posible. Estas personas en realidad andan en busca de préstamos que muy probablemente las entidades financieras les deniegan. Ni que decir tiene que los Venture Capital no les prestan atención.

La cláusula de recompra, como todas, debe ser respetuosa con la ley. Así, la ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada prohíbe que la sociedad pueda adquirir participaciones para su autocartera, de manera que cuando se pacta una recompra las partes deben considerar cómo se hará la operación para que se ajuste a la legalidad.

No entraremos ahora en consideraciones jurídicas, sino en los efectos económicos del acuerdo. Para ello proponemos esta redacción a modo de ejemplo:

A elección del fondo, la compañía deberá comprar las participaciones de las que el fondo es titular en X tramos iguales empezando a los Y años desde el cierre de la inversión. Estas compras se harán a un precio igual a Z veces el precio original de compra por el fondo más los dividendos declarados y no pagados.

Hay dos razones por las que un Venture Capital puede insistir en la inclusión de este pacto. La primera de ellas es evidente. La cláusula de recompra le abre una puerta de salida a la inversión, lo cual es una de las cuestiones más determinantes a la hora de realizar una operación.

Sin embargo existe una segunda razón por la que los inversores solicitan la inclusión de este pacto. Y se trata de una razón ya

apuntada anteriormente cuando se consideraron los dividendos preferentes: si la caja del negocio debe destinarse prioritariamente, y a elección del fondo, a pagar las acciones del inversor, entonces los beneficios de los promotores están nuevamente limitados. Es decir, para que el emprendedor pueda cobrar dividendos el fondo debe haber hecho caja antes, lo cual al igual que ocurría en el caso anterior, evita que la empresa se convierta en autoempleo para los promotores.

Considerada de este modo, y aún sin entrar a valorar el precio pagado por las acciones del Venture Capital, la cláusula de recompra parece claramente lesiva para los intereses del emprendedor. Sin embargo el análisis aún no ha terminado.

La premisa básica de la cláusula de recompra es que la empresa será capaz de generar la caja suficiente para hacer frente a los pagos por las acciones, y ahí radica precisamente su debilidad. Si el negocio no da para poder hacer efectivos tales desembolsos por mucho que el inversor desee forzar la aplicación de la cláusula esto no será posible. Dicho de otra manera, de donde no hay no se puede sacar.

Por eso sostuve al principio que esta cláusula no siempre es entendida por los emprendedores. Y es que lo que los promotores suelen temer en la recompra es precisamente la situación en la que esta no puede tener efecto. Si no hay dinero, sencillamente no se puede comprar el porcentaje del inversor.

Pero veamos el caso contrario, el caso en que sí hay dinero. El fondo puede forzar entonces la compra de sus acciones, pero ¿es esto negativo para el emprendedor?

Depende. Si la empresa efectivamente genera caja suficiente para comprar al Venture Capital pero poco más, de manera que no anda muy sobrada, entonces sí que la aplicación de la cláusula de recompra puede resultar ciertamente comprometida para su futuro. Sin embargo, si el negocio va realmente bien y las expectativas son favorables, entonces la salida del inversor cuanto antes puede redundar en el mejor interés para el emprendedor, pues cuanto más tarde en sacarlo más caro le resultará.

Para entender mejor la tesis anterior debemos considerar antes el precio pagado por las participaciones. Para fijar el precio lo normal es establecer el valor del cien por cien del capital de la

startup y a continuación multiplicarlo por el porcentaje que tiene el inversor. De esa manera se obtiene el precio de las participaciones del Venture Capital. En ocasiones, la forma de fijación del precio se pacta en el momento de la entrada del Venture Capital, y en tales casos son dos las formas de establecer el precio de la participación del inversor: precio fijo y precio variable.

El precio variable se establece fijando una métrica y un múltiplo cuyo producto proporciona el precio por el capital. Por ejemplo, la métrica puede ser el EBITDA (resultado operativo) y el múltiplo el 8. De manera que el precio en un momento concreto se fijaría como el EBITDA de los últimos doce meses multiplicado por 8. Esta es la metodología más habitual de fijación del precio de la participación del Venture Capital.

El precio fijo es, como su propio nombre indica, una cantidad determinada que deberá satisfacerse al inversor por su porcentaje. La fórmula de precio fijo no suele ser la preferida por los inversores, puesto que limita por arriba la ganancia que puede obtener. En otras palabras, comparado este método con el anterior tenemos que con precio variable la ganancia potencial del inversor no tiene límite, pues este depende del valor que alcance la métrica que se haya fijado para su cálculo. En el segundo caso, en cambio, el precio está fijado y, por consiguiente, si la empresa vale mucho más que tal precio, la ganancia extra se atribuye al emprendedor-comprador.

Para comparar las opciones precio fijo frente a precio variable es necesario computar qué valor debería alcanzar la métrica fijada en el segundo caso para ser igual al precio fijo. Así, supongamos que un fondo es titular de la mitad del capital de una empresa y pone como precio de ese porcentaje 2 millones de euros. Si, en cambio, se hubiese optado por una retribución variable de, por ejemplo, 10 veces EBITDA, es fácil calcular que cuando el EBITDA sea superior a 400.000 euros la fórmula variable hace que el precio que obtiene el inversor sea superior al precio fijo (en efecto: $400.000 \text{ euros} \times 10 \times 50\% = 2.000.000$); e inferior en caso contrario. Por esta razón se dice que el precio fijo marca un *cap* o límite por arriba a la ganancia del inversor, puesto que el EBITDA podría llegar a ser 1 millón de euros, 2 o 3 y entonces el precio variable subir con tal métrica.

Se entiende entonces que, pactada por anticipado la cláusula de recompra con precio fijo, si la empresa muestra un desarrollo superior al esperado y el valor es mayor que el precio, es interés del emprendedor sacar del capital al inversor pagándole lo que se pactó por su cuota.

Pero tal razonamiento también es válido en el caso del precio variable, puesto que si hay dinero y las cosas van bien, pero parece que en el futuro van a ir mejor, resulta mucho más barato sacar al Venture Capital cuanto antes, pues el precio que habrá que satisfacer más adelante será más elevado por la propia inercia del éxito de la empresa.

Caso: Cláusula de recompra

La empresa de tecnologías medioambientales BETA y VC1 pactan una cláusula de recompra para las participaciones del inversor cuyo precio se establecerá como x3 ingresos. VC1 invirtió 200.000 euros y obtuvo el 25% del capital de la compañía.

A principios de 2010 la empresa recibe sus primeros pedidos, y así se cierra el ejercicio con unas ventas de 200.000 euros. El presupuesto de 2011 establecía un objetivo de ventas de 1 millón de euros, aunque BETA maneja ya presupuestos que hacen prever que tal cifra se situará en algo menos de 2 millones de euros.

VC1, por razones que los emprendedores desconocen, ofrece en diciembre de 2010 al resto de socios la compra de su 25% del capital en ese mismo momento por 1 millón de euros, pagadero en plazos por convenir, pero que respetarán en todo caso la tesorería de la empresa.

Si la oferta se rechaza, VC1 anuncia que el año próximo, diciembre de 2011, ejercerá la cláusula de recompra al precio establecido en el acuerdo de inversión.

Comentario

VC1 ofrece vender hoy su 25% por 1 millón de euros.

Veamos en primer lugar cuál sería el valor del 25% del capital de VC1 en diciembre de 2011. Si la empresa cumple objetivos, lo cual parece factible, el precio del cien por cien del capital sería 3 millones de

euros (1 millón de ventas en presupuestos x 3). Si la empresa llega a donde se espera, el precio sería entonces de 6 millones (2 millones x 3). Dado que VC1 tiene el 25% del capital, el precio que habría que pagarle se situaría entre 750.000 euros y 1.500.000 euros.

Si VC1 aplicase hoy la cláusula de recompra no podría pedir más de 150.000 euros, que es el resultado de aplicar el 25% al producto de las ventas de 2010 (200.000 euros) y el múltiplo pactado (3).

En este ejemplo de laboratorio VC1 está facilitando su salida de la empresa aplicando un precio que a día de hoy está fuera de mercado. Para ello se aprovecha de la buena marcha del negocio y la cláusula de recompra. De esta forma transfiere totalmente al emprendedor el riesgo de que el ejercicio 2011 no sea como se espera y, por tanto, el precio conseguible por su capital sea inferior.

Es difícil recomendar algún curso de acción al emprendedor. Personalmente, yo en una situación así aceptaría la oferta de inmediato siempre y cuando la aportación al negocio del fondo se hubiese llevado ya a su extremo y los plazos para el pago del millón de euros no pongan en aprietos la tesorería de la empresa. Sin embargo otro emprendedor más astuto que yo podría retrasar su decisión o incluso negociar a la baja, suponiendo que si la empresa no termina de ir del todo bien VC1 posiblemente no desee hacer uso de la cláusula en diciembre de 2011 (así, la amenaza que hace hoy no es creíble, pues para que una amenaza sea creíble debe ser en interés del amenazante cumplir la amenaza llegado el caso y en este escenario no lo es), o incluso deseando hacerlo no pueda simplemente porque no hay dinero en la caja.

Parece entonces que la tesis de este libro es aceptar en todo caso la cláusula de recompra, puesto que si no puede ponerse en práctica no perjudica al emprendedor, y si en cambio puede ejercitarse por parte del Venture Capital entonces conviene mucho más al promotor que se haga. La realidad no es tan sencilla como para poder formularse en términos tan estrictos.

En primer lugar, volvemos a caer en la tentación de considerar que el único beneficio que trae a la *startup* el Venture Capital consiste en dinero cuando más falta hace, y ya hemos insistido

que esto no es así. Sacar al Venture Capital del capital restituye la autonomía al emprendedor, pero le vuelve a dejar solo y desprovisto del amparo proporcionado por el inversor que, llegados momentos de necesidad, será echado de menos.

Asimismo, los emprendedores en ocasiones miden mal los vaivenes de la tesorería de sus negocios, y lo que hoy parece ser una abundancia tal que da para pagar al inversor, en realidad puede ser el preludio de una carestía que devuelva a la empresa a una realidad aún peor que la sufrida antes de la entrada del Venture Capital.

Por último, presenciar cómo el inversor para salir hace uso de la cláusula de recompra puede estar indicando al emprendedor que no ha encontrado una salida mejor, lo cual implica que el mercado parece no apreciar suficientemente el valor de su capital. O incluso, teniendo otras opciones para salir, decide vender al emprendedor porque el precio de la cláusula de recompra es superior a lo que obtendría el Venture Capital de un tercero en el mercado. Y eso significa que el emprendedor está comprando caro.

En definitiva, no son pocas las consideraciones que el empresario prudente debe hacer cuando analiza esta cuestión. Nosotros aquí hemos querido destacar algunos puntos, no todos, que presentan una relevancia especial. En vista de tales puntos resumiríamos las posiciones de la cláusula de esta manera:

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Ejercitable cuanto antes. Precio pagadero en pocos plazos. Precio alto, establecido como múltiplo de una métrica.	No estar (preservar su libertad).	Ejercitable no antes de determinada fecha (al menos cuatro años desde la entrada del inversor). Precio pagadero en cómodos plazos. Si el precio es variable, limitando por arriba su valor para que este no sea desproporcionadamente mayor al valor de mercado (si bien en este caso el error original fue fijar el múltiplo xN demasiado alto).

Cláusula de arrastre, *drag along*

El *drag along* es otra de las cláusulas que trae a mal vivir a los emprendedores y que también da al traste con no pocas operaciones de capital riesgo.

Resulta sencilla de entender con el tenor literal que suele encontrarse en los acuerdos de inversión:

En caso de que el fondo recibiese una oferta por su participación en la sociedad por parte de un comprador que condicionase esa oferta a la compra de un porcentaje superior al que tiene el fondo, el resto de socios, a requerimiento de este, tendrá la obligación de vender su cuota hasta alcanzar tal porcentaje. El resto de socios, en uso de su derecho de adquisición preferente, podrá en todo caso cubrir la oferta del tercero sobre las acciones del fondo y adquirirlas en las mismas condiciones.

En otras palabras, si el comprador que encuentra el fondo solicita comprar no solo su porcentaje, sino algo más, el Venture Capital puede forzar («arrastrar», de ahí su nombre) al resto de socios o accionistas para que vendan con él hasta el punto que desee comprar el adquirente.

Dicho de esta manera la cláusula parece dura, y en realidad lo es. Aparte de perder la empresa, al emprendedor se le puede imponer una venta subóptima, si es que los promotores consideran que podría encontrarse una oferta mejor que la que ha conseguido el Venture Capital.

Sin embargo, a estas alturas no parece preciso insistir en lo sensibles que son los inversores cuando se tocan aspectos relacionados directamente con su salida de la participada. La cláusula de arrastre aumenta muchísimo la probabilidad de recibir ofertas que permitan al inversor salir de la *startup*, y a día de hoy raro es el Venture Capital experimentado que no la incluye en sus acuerdos de inversión.

La clave de la necesidad del *drag along* radica en la naturaleza misma de las operaciones de compraventa de empresas. En particular cuando el comprador es un industrial (esto es, una empresa que opera en el mismo, o parecido, sector de actividad) y no otro inversor financiero. Aquel en muchos casos solicita que se le venda un porcentaje muy alto del capital de la empresa, incluso el cien por cien.

En este escenario, si los emprendedores se obstinan en conservar sus posiciones en el capital, el fondo puede ver reducido tremendamente el universo de posibles compradores. En tales situaciones el Venture Capital se ve obligado a buscar un comprador que quiera adquirir únicamente su porcentaje que, como hemos adelantado, en la mayoría de los casos es minoritario. Y tal misión es sumamente complicada. Fijémonos bien: el Venture Capital debe encontrar un comprador que no solamente crea en el negocio y desee invertir en él, sino que además lo haga en minoría con unos socios que no conoce y que, según puede apreciar ahora, no están poniendo facilidades a la salida del Venture Capital. ¿Se comportarán con más benevolencia cuando él sea el socio? Probablemente, no.

Incluso el Venture Capital podría encontrarse con una situación diabólica en la que, queriendo salir, y los demás socios bloqueando ofertas que les obliguen a ellos mismos a vender parte de su propia cuota, se vea obligado a vender al único comprador que queda: los otros socios actuales. Y el precio que se conseguiría entonces bien podría ser bajo, puesto que los otros socios tienen un poder negociador nada desdeñable.

Demasiado riesgo. Ni siquiera las promesas del emprendedor en el momento de la entrada pueden ser aceptadas. Los Venture Capital experimentados son como James Bond. No entran en un lugar si antes no saben cómo van a salir de él. Y a mi juicio con buen criterio. No es buena práctica invertir en una *startup* sin una cláusula de arrastre.

No obstante lo anterior, la aplicación del *drag along* sí que permite cierto margen de maniobra que el emprendedor astuto sabe manejar a su favor.

Caso: Cláusula de arrastre (I)

Dos doctorandos, en el curso de sus investigaciones, desarrollan un proceso productivo con aplicaciones agrarias. Tres empresas de la región manifiestan interés en utilizarlo, y ambos jóvenes ven la oportunidad de crear una empresa que explote la tecnología.

Entran en conversaciones con VC1, quien se muestra interesado en invertir. La operación de financiación se cierra finalmente, con una cláusula de arrastre a favor del fondo, que ostenta el 35% del capital a cambio de su inversión de 350.000 euros.

Durante el primer año de actividad de la empresa, los dos emprendedores terminan el diseño de un prototipo de un aparato que recoge buena parte de la tecnología del proceso y la aplica de manera rápida, segura y respetuosa con el medioambiente. En el segundo año los ingresos del proceso productivo siguen creciendo (se cierra el segundo año con unas ventas de 1 millón de euros), y la patente del dispositivo se ha realizado a escala mundial. El problema con el que se encuentra la empresa es la localización de distribuidores para el aparato.

A principios del tercer año, una de las empresas clientes de la región es adquirida por una multinacional japonesa que, advertida de la existencia de la *startup* de los dos emprendedores, se pone en contacto con VC1 y le ofrece 6 millones de euros por la *startup* siempre y cuando pueda comprar la totalidad del capital.

VC1 lleva la oferta a los dos emprendedores, quienes consideran la oferta insuficiente habida cuenta de las posibilidades que puede aportar el producto recién patentado y en el que tanto han trabajado. VC1 sostiene que la penetración del mercado del producto será lenta y que requerirá emplear toda la caja que la empresa ha podido generar los dos años anteriores con el proceso productivo. Las conversaciones se estancan y VC1, finalmente, reclama la aplicación de la cláusula de arrastre.

Comentario

Pocos emprendedores que lean la historia anterior sentirán simpatías por la actuación de VC1, pero tratemos de ver la historia con sus ojos.

Han invertido con una valoración postmoney de 1 millón de euros y apenas dos años después reciben una súper oferta de 6 millones,

con lo que su retorno parece interesante. Considerando las ventas de ese ejercicio supone un múltiplo de x6 ventas, lo cual es fantástico. Es decir, el precio de venta de la compañía es alto. Pero además el futuro, sin parecer negro, trae importantes interrogantes: ¿podrán conseguirse ventas rápidamente para el nuevo producto? ¿Cuánto habrá que invertir para abrir el mercado? Y sobre todo: ¿conseguirán tales ventas aumentar la valoración lo suficiente como para mejorar el retorno que pueden conseguir hoy, sin riesgo, de los japoneses? Desde luego no disponemos de suficientes datos para hacer un juicio severo sobre la cuestión, pero a priori la decisión de VC1 de vender tiene toda la lógica del mundo.

Yendo algo más allá, debemos plantearnos, a la luz del caso anterior, de qué manera el emprendedor debe actuar ante la posibilidad de enfrentarse a situaciones complejas en las que opera la cláusula de arrastre. Y como señalamos en el apartado de negociación, es preciso huir de aplicaciones dicotómicas. La cuestión no es si la cláusula de arrastre puede aceptarse o no. La cuestión es cómo debe aplicarse.

Como siempre, hay dos focos de interés que se deben tomar en consideración: en primer lugar, la necesidad de salir del inversor, que ha asumido un gran riesgo en la operación tanto por la incertidumbre del éxito del proyecto como por la posibilidad de vender su participación. Pero también existe el interés del emprendedor, que en este caso se refiere al perjuicio que una salida precipitada puede causarle.

Como la casuística es sumamente variable, resulta complicado prever en el momento de negociar el acuerdo de inversión qué medidas conviene adoptar para evitar determinados riesgos. En todo caso, como ya se ha comentado en otro lugar, lo primero es conocer profundamente la praxis del inversor en sus salidas (plazos, retornos objetivos, etc.).

Desde el punto de vista práctico, si el emprendedor recibe del inversor la solicitud de una cláusula de arrastre puede adoptar tres posturas:

- Negarse rotundamente a aceptarla. En este caso lo normal es que no se llegue a ningún acuerdo, a menos que el Venture Capital vea razonablemente viable su salida sin contar con la protección del *drag along*.
- Aceptarla sin condiciones, lo cual favorece la adopción del acuerdo pero deja al emprendedor a merced del inversor.
- Mitigar los efectos negativos del *drag along* mediante la afinación de la cláusula. Esta es la vía de acción más lógica y a la que dedicaremos las próximas reflexiones.

Hemos indicado anteriormente que la cláusula de arrastre puede dar lugar a determinados perjuicios para el emprendedor. Para mitigarla, lo que procede es que el promotor se haga una composición de lugar acerca de tales perjuicios y, a su vez, se proteja frente a ellos.

Por ejemplo, puede pensar el emprendedor que el Venture Capital quizá desee salir antes de lo deseable, y obligarle a vender con él en ese momento. Lógicamente, en este caso lo mejor que puede pedir el emprendedor es que el *drag along* tenga validez únicamente para aquellas salidas que se produzcan «n» años después de la entrada. De esta manera ambas partes quedan satisfechas, uno tiene el arrastre y el otro se asegura de que no se empleará antes de tiempo. Si el Venture Capital no está de acuerdo con limitar temporalmente la validez de la cláusula, atención: el problema no es la cláusula, sino el distinto horizonte temporal con el que Venture Capital y emprendedor conciben la presencia del inversor. Esto hay que aclararlo antes de nada.

Puede ocurrir también que el emprendedor tema que el Venture Capital hará uso de la cláusula incluso para aceptar precios sumamente bajos, lo cual obviamente es lesivo para sus intereses. Nuevamente este caso tiene solución, pues puede pactarse con el inversor que el arrastre solamente tendrá validez para ofertas superiores a «x» euros o a «n» veces las ventas, por ejemplo. Aquí podemos encontrarnos con el escenario desfavorable de que la empresa haya ido realmente mal y el Venture Capital quiera venderla por lo que le den. Posiblemente este caso sea excluido de la limitación del precio, pues en este el inversor desea recuperar lo que pueda y la oposición del emprendedor no será aceptable en ningún caso.

Es posible que el emprendedor tema la identidad del adquirente, y prefiera que la salida del inversor se produzca vendiendo a cualquiera que no sea tal o cual comprador. Pues bien, aquí se plantea la aceptación del arrastre, excluyendo su validez en operaciones que involucren al comprador no deseado.

Otro ejemplo: el equipo promotor considera que la presencia del inversor es fundamental hasta el fin de la fase «x» del plan de negocio, o no antes de que el Venture Capital haya realizado una determinada gestión que le compete realizar. Tales condiciones pueden, una vez más, limitar la validez de la cláusula.

Todos los casos anteriores limitan los efectos del *drag along*, excluyéndolos en situaciones perjudiciales para el emprendedor. Sin embargo, ¿qué hacer si el inversor hace oídos sordos a tales peticiones, impone la cláusula y después la ejercita? Volvamos al caso de nuestros investigadores en aplicaciones agrarias.

Caso: Cláusula de arrastre (II)

Los dos emprendedores no tienen más opción que acceder a la venta de sus participaciones en las mismas condiciones que el inversor. Por tanto, les corresponden 3,9 millones a repartir. Sin embargo se quedan con la sensación de que han perdido una gran oportunidad con el producto que acababan de desarrollar.

Así, ambos jóvenes se reúnen con la empresa japonesa para conocer sus planes con la *startup*. Un representante japonés del departamento de Business Development les comunica que la intención de la matriz es fusionar la *startup* y difundir entre su base de clientes el proceso productivo desarrollado. Ninguno de los dos promotores será contratado, y además deberán firmar un compromiso de no competencia.

Los emprendedores preguntan qué planes tiene la empresa japonesa con la patente. El directivo contesta que la comercialización de productos no entra dentro del *core business* de su firma, y que además por ahora carecen de tiempo para abrir el mercado.

Ante esta situación los promotores proponen a la empresa japonesa la cesión de explotación de la patente (de la que es titular la empresa compradora, pues pertenecía a la *startup*) a una nueva compañía que

será creada por los dos emprendedores, a cambio de un *royalty* por ventas. Asimismo esta nueva empresa trabajará en exclusiva para los japoneses en el desarrollo de nuevos procesos que puedan ser de aplicación en su campo de acción.

Después de varias conversaciones se cierra un acuerdo de licencia y los dos emprendedores disponen de su patente para la comercialización.

Comentario

La lección que puede extraerse del caso es que los emprendedores tienen siempre la opción de negociar con el comprador su involucración en el proyecto y aprovechar nuevas oportunidades de negocio que surjan de la operación.

En todo caso siempre habrá que discutir con el comprador qué pasa con sus puestos de trabajo, con los desarrollos en curso, las investigaciones abiertas, etc. El emprendedor que adopte un enfoque negociador constructivo está en disposición de extraer, si es que lo hay, algún valor aprovechable para su futuro negociando con el adquirente. Una gran lección para todos los emprendedores es establecer una sintonía inmejorable con el adquirente de la empresa, por lo que pueda pasar.

En resumen, la cláusula de arrastre debe ser vista como una de las reglas del juego del Venture Capital y, en consecuencia, el mejor consejo que se puede dar una vez que parece imposible evitarla es tratar de atenuar sus efectos más lesivos. Para ello es fundamental conocer los planes del inversor y su comportamiento en experiencias anteriores, y tratar de limitar su aplicación en determinadas circunstancias.

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Redacción aproximada a la propuesta en este capítulo.	No estar.	Mitigar las condiciones en las que se ejercita la cláusula (tiempo, cuantía, etc.).

Cláusula de acompañamiento, *tag along*

Se trata de un pacto que a menudo se confunde con el anterior, si bien supone precisamente la otra cara de la moneda. En este caso el que encuentra un comprador no es el inversor, sino el emprendedor. Desea entonces el Venture Capital poder acompañar al emprendedor en la venta saliendo con prioridad al propio promotor. Si hay varios inversores protegidos, cada uno acudiría a la oferta en la proporción de capital que posea de la *startup*.

En caso de que los promotores recibiesen una oferta por la compra de sus participaciones, el fondo podrá forzar la venta prioritaria de su participación, en esas mismas condiciones, con anterioridad a la salida de los promotores.

La razón por la que el inversor solicita esta protección es muy simple: evitar quedarse en la sociedad con socios no elegidos, pudiendo salir en las mismas condiciones que el equipo promotor. Recordemos que el equipo es una de las principales razones por las que el Venture Capital apuesta por una oportunidad de inversión, y si este equipo se desvincula del proyecto el inversor debe tener la posibilidad de abandonar el barco a la vez que aquel.

Lógicamente, también en este caso el Venture Capital facilita su salida, pues es decisión suya salir de la participada cuando los emprendedores reciban la oferta o seguir adelante con el nuevo adquirente si se decide a ello.

La aplicación de la cláusula de acompañamiento debe ser, lógicamente, puesta en relación con las disposiciones acerca de las limitaciones de transmisibilidad de participaciones o acciones que se pacten o sean imperativo legal. Así, en general, cuando el emprendedor recibe de un tercero una oferta por sus participaciones debe en primer lugar ofrecer al inversor que las adquiera él en las mismas condiciones y, si contesta negativamente, entonces pasaría a regir la cláusula de acompañamiento y el Venture Capital podría vender con aquel de la manera descrita.

La principal implicación del *tag along* consiste en la necesidad de buscar ofertas que permitan vender al Venture Capital en las mismas condiciones que el emprendedor cuando este desee salir de la empresa. En otras palabras, el inversor parece decir al emprendedor: «eres libre de buscar ofertas por la empresa, pero para que salgamos todos».

Si el inversor es experimentado y sabe jugar sus cartas es difícil negociar la eliminación del acompañamiento, pues se basa en una premisa básica de la operación: la financiación de un equipo concreto de personas, y no de otro. Por ello, lo más recomendable es asumir este compromiso y, llegado el caso de ser de aplicación, pactar con el Venture Capital la salida del emprendedor y la suya propia de la manera más conveniente para ambos.

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Redacción aproximada a la propuesta en este capítulo.	No estar.	Asumir la cláusula y obrar prudentemente llegado el caso en que deba aplicarse.

Préstamos participativos

Trataremos en este apartado los préstamos participativos, aunque podríamos haberles dedicado un capítulo aparte por la gran importancia que han adquirido en España. De hecho, el Real Decreto Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas Urgentes de carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Económica regula esta figura en su artículo 20, estableciendo que tendrá tal consideración el préstamo en el que «la entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes. Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad». En este capítulo haremos mención a

las características que tiene esta figura en su aplicación al ámbito de emprendedores.

El préstamo participativo, o *convertible loan*, es un modo de realizar la inversión que está a medio camino entre el capital social y el crédito de las entidades financieras.² Así, se trata de una aportación que hace el inversor bajo forma de préstamo pero que en determinadas situaciones se convierte en capital de la *startup*.

Normalmente el inversor presta una cantidad que se suele ir desembolsando con la consecución de determinados logros (facturación, audiencia, usuarios, patente...). Se firma un contrato con una fecha final en la cual el inversor habrá tenido que decidir si convierte ese préstamo en una participación en el capital del negocio. En general tal período está entre uno y tres años.

En el contrato suele figurar el número de participaciones o el porcentaje de capital que suscribiría el inversor en caso de convertirse. Ahora bien, cabe que el porcentaje de conversión sea menor si se consiguen determinados hitos, con lo que se premia el buen hacer del emprendedor.

Como decimos, son préstamos especiales, puesto que suelen pactarse condiciones de entrada similares a las que se acuerdan en entradas en capital social; y por otra parte son préstamos sin garantías ni avales por parte de los emprendedores (si la empresa fracasa y cierra, los emprendedores no responden personalmente por la deuda). Como préstamos, tienen un precio en forma de tipo de interés y suelen ser a largo plazo (de cinco a diez años), incluso en algunos casos con una generosa carencia.

El fondo otorgará a la sociedad un préstamo convertible en participaciones según el cumplimiento de unos hitos descritos en el anexo X. De convertirse el préstamo, de acuerdo con lo estipulado en el presente contrato, dicha conversión se hará a un «valor pre-money» de Y euros.

2 En orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes.

La principal razón por la que se recurre a esta fórmula de financiación es la limitación del riesgo. En efecto, no solo si la empresa no va como se espera, el inversor puede reclamar la devolución del préstamo y así evitar su vinculación a esta como propietario, sino que además en el orden de cobro en caso de quiebra los acreedores están delante de los socios y accionistas.

Sin embargo, llegado el caso de quiebra de la *startup* poco importa todo, pues suele ser raro en este tipo de empresas que quede algo para los acreedores una vez que perciben su parte los «privilegiados» (deuda postconcurzal, seguridad social, hacienda pública, trabajadores, etc.). Sin embargo, en aquellas situaciones en que la empresa va bien, pero no tanto como para que el inversor desee ser propietario de ella, entonces sí que tiene relevancia, puesto que el capital aportado debe devolverse en el tiempo y forma pactado, mediando los correspondientes intereses.

En realidad el préstamo participativo es el paso previo a la inversión en capital propiamente dicha. Como es lógico, la elección de los hitos que servirán para medir la marcha del negocio tiene una gran importancia. Generalmente el inversor que adopta la fórmula del préstamo participativo suele ser flexible a la hora de valorar los hitos, y si alguno se retrasa o incumple no por ello se renuncia a convertir a capital si, en general, la sintonía con los emprendedores y la dinámica general de la compañía ha sido positiva (no olvidemos que los hitos se definen en la entrada y la decisión de convertir sucede varios años después, con lo que algunos hitos pueden quedar obsoletos o perder significado). Conviene por lo tanto que los hitos sean fácilmente verificables o cuantificables para poder determinar inequívocamente si se han logrado o no.

De hecho, aunque para el emprendedor es mucho mejor que la entrada del inversor se produzca directamente en capital, considero más interesante la discusión acerca de tales hitos que la de la propia conveniencia de la fórmula de préstamo. Más que nada porque los inversores que quieren entrar con préstamo participativo difícilmente cambiarán su parecer, y en todo caso la elección de los logros será la que indique el camino que seguirá el préstamo en el futuro de la *startup*. En definitiva, el número y ambición de los hitos que deben conseguirse es lo más importante en estos casos, así como

el porcentaje de capital a que darán lugar. Y precisamente sobre este segundo elemento conviene detenerse, pues la naturaleza del préstamo participativo hace que la valoración deba ser distinta a la pactada en caso de entrada inmediata en el capital.

Efectivamente, cuando se dice que el importe del préstamo, en caso de conversión, equivaldrá al «x%» del capital social de la empresa, lo que se está haciendo con tal fórmula de conversión equivale a una valoración de la *startup*. Sin embargo conviene hacer una puntualización importante. Cuando llegue el momento y se haga la conversión, la *startup* habrá conseguido determinados hitos (por eso se convierte) y, por consiguiente, su valor será superior al actual. Así pues, el emprendedor debe aprovechar esto para conseguir una mejor valoración que la que obtendría hoy. En otras palabras, el inconveniente que tiene conseguir financiación mediante préstamo participativo tiene la ventaja de que resulta algo más sencillo de argumentar el obtener una mejor valoración en la conversión.

Otros aspectos importantes que deben consensuarse con el inversor en las mejores condiciones posibles para el emprendedor serían:

- Plazos de devolución del crédito en caso de no conversión.
- Tipo de interés aplicable.

En caso de una nueva ronda de financiación con mayor valoración, pero anterior a la conversión del titular del préstamo participativo, puede haber un problema si el inversor no acepta diluir su participación antes de la ronda. Lo que sucedería entonces es que estaría convirtiendo participaciones más caras. Suele argumentarse como posible solución dejar ciertas participaciones en autocartera, aunque según la ley española esto no es posible en la sociedad limitada. Nueva regla de oro:

Si se pacta con el inversor que su entrada se hará mediando un préstamo participativo, hay que conseguir que convierta antes de una nueva ronda de financiación.

La gran cuestión en España sobre los préstamos participativos es su condición de fondos propios a efectos de cómputo para acceder a determinadas ayudas, subvenciones o préstamos blandos de carácter público. Existe mucha confusión al respecto y, personalmente, aún no he conseguido hacerme una idea clara al respecto pues las opiniones son variadas.³

Como recapitulación final se propone esta distinción de posibilidades:

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Plazo de conversión largo (pues el valor de la opción aumenta). Porcentaje alto de conversión (esto es, valoración baja). Hitos numerosos y ambiciosos.	No estar (entrada en el capital directamente).	Condiciones del préstamo suaves. Hitos razonables en cuantía y tiempo. Hitos objetivos. Conversión que refleje el mayor valor generado antes de esta, por la consecución de los logros.

Cláusulas políticas

Composición del consejo de administración

Con esta empezamos la relación de cláusulas que tienen un carácter político. La primera de ellas se refiere al principal órgano de gobierno corporativo de carácter ejecutivo, el consejo de administración.

³ Teóricamente no deberían computar como fondos propios, pues el artículo 20.1. del Real Decreto Ley 7/1996 dice: “Los préstamos participativos se considerarán patrimonio neto a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil”. Además, a efectos puramente fiscales tienen la consideración de recursos ajenos siempre que se cumplan los requisitos del Real Decreto Ley 7/1996, por lo que los intereses que devenguen tendrán la consideración de gasto deducible en el impuesto sobre sociedades para la empresa beneficiaria del préstamo participativo, al contrario de lo que ocurriría, desde esta perspectiva fiscal, si tuvieran la consideración de fondos propios, en cuyo caso los intereses tendrían la consideración fiscal de dividendos y no serían deducibles en sede de la prestataria a efectos del impuesto sobre sociedades.

La sociedad estará administrada por un consejo de administración compuesto por «n» miembros. Un número «x» de consejeros serán nombrados a propuesta del Venture Capital. El secretario del consejo de administración será nombrado a propuesta del Venture Capital. Cada consejero únicamente podrá ser cesado de su cargo por la parte que propuso su nombramiento, y siempre con la aprobación del fondo.

Ya hemos indicado que esta cláusula determina en buena parte el equilibrio de fuerzas en el control de la sociedad, pues el consejo de administración suele tomar las decisiones estratégicas más importantes del negocio. En el capítulo de negociación se ha presentado un caso de tratamiento de composición del consejo de administración y ahí se mostró la cantidad de posibilidades a que da lugar tal tratativa.

Lógicamente, la mejor opción para cada parte es controlar su sede, de manera que tenga mayoría de votos mediante la elección de sus miembros. La forma de suavizar tales discusiones (que son un juego de suma cero, pues hay dos partes y los asientos del consejo de administración son finitos) es doble:

- Por una parte, es posible dar entrada a «independientes», que equilibren el poder. ¿Quiénes serían tales independientes? Expertos, profesionales de reconocido prestigio, personas de confianza que puedan aportar valor al proyecto, etc.
- Por otra parte, ampliar las teclas del piano, cediendo parte del control del consejo de administración a cambio de otras concesiones que mitiguen tal cesión.

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Control del consejo de administración para el inversor.	Control del consejo de administración para el emprendedor.	Equilibrio de poder, con independientes si es preciso.

Remitimos al lector al caso práctico «caso de empresa de telecomunicaciones», en el capítulo de negociación, (página 229). En él se describen las opciones anteriores en una discusión entre un Venture Capital y un emprendedor.

Derechos de veto en junta general y consejo de administración

Como su propio nombre indica, esta cláusula comprende una relación de acuerdos para cuya aprobación el inversor debe votar favorablemente, tanto en consejo de administración como en junta.

Los siguientes acuerdos de la junta general de socios únicamente podrán ser adoptados con el voto favorable de socios titulares de un número de participaciones sociales de la compañía que representen como mínimo un x% del capital social y que necesariamente deberá incluir el voto favorable de las participaciones del fondo.

La lista de acuerdos para los cuales el Venture Capital puede reservarse el veto en junta es variada. Suele ser normal encontrar lo siguiente:

- Ampliaciones de capital.
- Modificación de derechos de las participaciones.
- Composición del consejo.
- Nombramiento o cese de auditores.
- Venta o cesión de activos.
- Modificación de estatutos.
- Alteraciones sustanciales del plan de negocio o la naturaleza de la sociedad.

En general, el inversor se reservará el veto en todas aquellas decisiones que puedan reducir sus derechos.

En lo que respecta al consejo de administración, la redacción podría ser:

Los siguientes acuerdos del consejo de administración de la sociedad únicamente podrán ser adoptados mediante el voto favorable del/os consejero/s nombrado/s a propuesta del Venture Capital.

Entre tales acuerdos suele incluirse:

- Negocios importantes desde el punto de vista económico.
- Asunción de deuda por encima de una cantidad.
- Cambios en la estructura de pasivo.
- Contratación de directivos.
- Fijación de sueldos.
- Otorgamiento o revocación de apoderamientos.
- Constitución de filiales.
- Aprobación de presupuestos.

Los derechos de veto tienen su causa en dos razones esenciales. La primera es el hecho de que el inversor se encuentra en una posición minoritaria en el capital y no por ello debe quedar a merced del emprendedor. En este sentido el veto es un mecanismo de defensa de su inversión. La segunda de ellas es evitar conflictos de intereses por parte de los otros socios, en particular la fijación de sus retribuciones, la contratación de familiares, o la realización de negocios con otras sociedades de su propiedad. Es cierto que en ocasiones estas circunstancias están plenamente justificadas, aunque lo que falla es la apariencia. Surge la sospecha de que se produzca una «transferencia de rentas»: un incremento patrimonial del emprendedor a costa de la sociedad.

Generalmente los vetos no están en la mesa de negociación, pues son requisitos irrenunciables para el Venture Capital que entra en minoría. Pero además, la negativa de un emprendedor a conceder el veto al inversor en temáticas tan estratégicas como las

descritas antes emite una señal de peligro que a ningún Venture Capital pasa desapercibida. ¿Qué planes tiene este empresario? ¿Pensará que por estar en mayoría puede hacer lo que le venga en gana?

Los emprendedores ven la otra cara de la moneda. ¿Cómo es posible que una decisión «objetivamente conveniente» para la empresa sea bloqueada por un socio que tiene solamente un 15% de esta?

En general, en la práctica los vetos son unas medidas disuasorias que fuerzan al emprendedor a tener que consensuar determinadas decisiones. Conociendo la posibilidad de veto, el emprendedor que desee realizar determinada acción sabe que previamente debe pactar con el Venture Capital y convencerle.

La negociación de los vetos debe centrarse en su acotamiento. No conviene que un inversor inexperto controle de manera insalubre la sociedad exigiendo participar en las decisiones más intrascendentes o incluso la conduzca a una situación de cuasi-bloqueo. Es innecesario tener que convocar juntas o consejos de administración cada dos por tres para ventilar asuntos de escasa importancia, y limitar la flexibilidad del equipo directivo para ejercer su misión: la dirección ejecutiva de la empresa. Este tipo de situaciones no aparece en la negociación con Venture Capital expertos, pero conviene tenerlo siempre presente. Por ello:

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Listado de acuerdos razonable, que permite la defensa de la inversión hecha en la <i>startup</i> .	Listado mínimo de acuerdos sujeto a veto.	Listado de acuerdos que posibilite flexibilidad del equipo directivo.

Derechos de información

Nuevamente en este caso el inversor pretende defender su inversión pudiendo adoptar con la anticipación adecuada las medidas que considere oportunas. Para este fin resulta esencial disponer

de la imagen fiel de la marcha de la participada, y por tal motivo en el acuerdo de inversión se incluye la obligación por parte de los emprendedores de poner a disposición del inversor información veraz, detallada y en tiempo y forma acerca de la compañía.

Todos los socios de la sociedad tendrán derecho a que se les proporcione la siguiente información: saldos bancarios, flujos de caja, cierres contables trimestrales. La empresa se dotará de mecanismos de control financiero para tal fin. El equipo directivo proporcionará a los socios en tiempo y forma los citados informes, quedando constancia de su envío.

La obligación, más que al emprendedor, se impone al equipo directivo, esté compuesto de emprendedores o no.

En el enunciado anterior se menciona información de carácter financiero y contable, si bien se dan casos en los cuales el inversor impone a la empresa llevar determinados informes de control de gestión en los que pueden incluirse datos de todo tipo (contrataciones, estados de avance de proyectos, cuestionarios de clientes, etc.).

Los informes solicitados pueden ser escasos, razonables o exagerados. Este último caso es propio de inversores poco experimentados. Los mejores Venture Capital tienen un listado de referencia de documentación que completan con otros datos relevantes para una *startup* en concreto y que desean examinar periódicamente para preparar los consejos de administración y realizar un seguimiento adecuado de las participadas.

Este tipo de inversores no obliga a sus empresas a crear un sistema de control de gestión desproporcionado. Así, es necesario encontrar un equilibrio entre la necesidad de información del Venture Capital y la injerencia que tal trabajo supone en el día a día de la *startup*, donde los recursos no sobran habitualmente.

No proponemos estrategias de negociación, pues es interés de todos que la información proporcionada a los socios sea suficiente pero no invasiva.

Bloqueo administrativo

En ocasiones la sintonía con la que un inversor entra en una *startup* se pierde con el tiempo, y las relaciones entre ambos se deterioran hasta llegar a situaciones de conflicto en las que incluso pueden mezclarse cuestiones personales.

Estos casos de desencuentro a veces tienen como protagonistas a otros emprendedores entre sí, de manera que el Venture Capital se ve perjudicado por la situación, pero no es ninguna de las partes en litigio.

Particularmente delicado es el caso en que dos emprendedores son pareja o están casados. Nada ocurre cuando todo va bien y su vida personal transcurre sin incidencias. Lamentablemente las crisis de pareja son muy frecuentes y si encima los involucrados comparten espacio de trabajo y sociedad existe una probabilidad muy alta de que se extiendan los efectos de la ruptura al entorno profesional, con el consiguiente perjuicio para terceros. Bastantes riesgos asumen los demás socios como para además incluir circunstancias personales de parejas rotas.

Los casos anteriores pueden derivar en lo que se denomina «bloqueo administrativo». Se trata de situaciones en las que los órganos de gobierno societario son incapaces de adoptar ningún acuerdo, quedando así la sociedad incapacitada para tomar uno u otro curso de acción. Ni que decir tiene que tales circunstancias ponen en grave peligro la viabilidad de la sociedad y, por tanto, la inversión del Venture Capital.⁴

La cláusula de bloqueo administrativo pretende así impedir la paralización de la sociedad y su pérdida de valor de mercado:

En el supuesto de que se produjeran situaciones de bloqueo para la adopción de acuerdos en el consejo de administración o de la junta general de socios de la sociedad, y sin posibilidad de llegar a ningún compromiso que lo evite, el fondo recibirá un mandato

4 La ley establece que es causa de disolución y cualquier socio o accionista podría instarla.

de venta para conseguir el mayor precio posible por la empresa estando todos los socios obligados a vender al comprador interesado.

Vemos cómo la cláusula no prohíbe ni impone determinadas obligaciones, sino que establece otra medida disuasoria. En caso de que se produzca un bloqueo el inversor tendrá las manos libres para vender la sociedad, de manera que el problema se soluciona de raíz y antes de que pueda causar ulteriores perjuicios. En consecuencia, ante conflictos graves entre socios, conviene al bien común llegar a un acuerdo que, por ejemplo, permita la salida a una de las partes enfrentadas. Y si ello no es posible no queda más opción que proceder a la venta de toda la sociedad.

Las cláusulas de bloqueo pueden redactarse de manera que beneficien algo más al inversor. Así, es posible que le otorguen una opción de compra de las participaciones de una de las partes en conflicto. También existe la posibilidad de que se ofrezca a cualquier socio la posibilidad de hacer una oferta por las acciones del resto y en caso de que ninguno lo haga entonces sí otorgar al inversor un mandato de venta. Lo importante en estos casos es que la sociedad encuentre una vía de salida al bloqueo distinta de la liquidación.

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Opción de compra de las acciones del socio o los socios en disputa.	Opción de compra para cualquiera de los socios en disputa.	Mandato de venta para el inversor.

Cláusula key man

Todo equipo promotor tiene una o más personas cuya importancia relativa es superior al resto. Bien sea porque se trate del desarrollador principal de la tecnología, el conocedor de determinada técnica, o se encuentre en una posición especial dentro

de determinada asociación, por ejemplo. A esta persona se la denomina «persona clave» o, en inglés, *key man*.

Esta importancia nunca escapa al inversor, y es percibida en cierto sentido, de manera negativa. ¿Qué ocurrirá a la *startup* si le sucede algo a este señor (fallecimiento, accidente, enfermedad, incapacidad)? Por ello se incluye una cláusula como esta:

Las siguientes personas del equipo promotor tendrán la consideración de key man: _____. Para el caso de indisposición (entendiendo por tal la incapacidad permanente o total, enfermedad grave), o fallecimiento de los key man, la sociedad concertará un seguro por valor de «X» euros a favor del fondo, estando el coste del mismo a cargo de la sociedad.

Es decir, se impone a la *startup* la obligación de suscribir un seguro que proteja al inversor de tales eventos. Seguro del que será tomadora la sociedad y beneficiario el Venture Capital.

Normalmente los promotores arguyen que nadie es imprescindible, y que si tal eventualidad ocurriese habría métodos de solventar la situación. Sin embargo, teniendo en cuenta que la pérdida del *key man* es difícilmente subsanable, es una buena práctica del inversor incluir esta cláusula. Nunca solucionará el problema, pero al menos mitigará en cierto modo sus efectos.

El emprendedor, señalando que la sociedad en su conjunto es la perjudicada de la pérdida del *key man*, podría solicitar que la empresa sea no solo la tomadora sino también la beneficiaria del seguro. Sin embargo es de esperar que el Venture Capital responda que el objeto de la cláusula no es proteger la *startup*, sino su inversión.

Salvo que el Venture Capital imponga que todos los promotores son *key man*, lo cual rara vez tiene sentido pues se desvirtúa el significado del término, o que las condiciones de la póliza sean particularmente leoninas, pienso que el emprendedor no debe dedicar muchos esfuerzos a modificar este pacto.

Tampoco en este caso propondré redacciones beneficiosas para las partes.

Obligaciones de los promotores

Bajo este epígrafe incluiremos un conjunto de obligaciones que suele imponerse al equipo promotor y que puede ser más o menos extenso. La redacción es simple:

Los miembros del equipo promotor se comprometen a: [listado de obligaciones].

Las principales obligaciones son:

Obligación	Descripción
Permanencia.	Permanecer en la empresa prestando sus servicios profesionales durante un período mínimo de tiempo.
Exclusividad.	Abstenerse de prestar servicios profesionales para otras empresas durante el tiempo que sea estipulado.
No competencia.	Abstenerse de realizar actividades competidoras en otras compañías una vez que cese su vinculación profesional o societaria con la <i>startup</i> .
Confidencialidad.	Deber de guardar secreto sobre la información que haya obtenido en el curso de su permanencia en la empresa.

La lista de posibles obligaciones puede ser más amplia. En general, los pactos descritos en la tabla anterior sirven para salvaguardar el valor de mercado de la *startup* y tienen sentido toda vez que el inversor apuesta por un proyecto traído por esos mismos empresarios y desarrollado por ellos.

Pero también estas obligaciones, como en el caso del bloqueo administrativo, tienen un efecto disuasorio. Conociendo las responsabilidades personales a que puede dar lugar su incumplimiento, el promotor que desee hacer algo contrario a las obligaciones

pactadas está obligado a consensuar con el socio financiero sus actividades.

Sin embargo, la vida es rica en situaciones complejas y, en ocasiones, la aplicación de tales pactos puede dar lugar a situaciones injustas. No es este el lugar para elucubrar sobre la casuística que uno puede encontrarse, pues esta sería una misión casi imposible. La mejor recomendación es que tales casos se expongan abiertamente al resto de socios y se trate de llegar a un entendimiento que beneficie a todos (o les imponga los menores perjuicios).

Por ejemplo, supongamos que uno de los emprendedores es un experto ingeniero de *hardware* y, mientras trabaja en exclusiva para la sociedad invertida por el Venture Capital, recibe una oferta de una editorial para escribir un libro o de una universidad para dar unas clases. El ingeniero considera que tales actividades redundarían en un claro beneficio para su reputación (e indirectamente, para la empresa) y que convendría que las realizara. Pues bien, en tal caso, lo normal es que exponga a los socios tal oportunidad y proponga un mecanismo de compatibilización que excluya cualquier riesgo para la sociedad. En tal caso, lo normal es que no se le pongan problemas.

En resumen, las obligaciones imponen una limitación a la libertad de los emprendedores en aras del beneficio común de la sociedad. Sin embargo su aplicación puede mitigarse en caso de que sea necesario, siempre y cuando se cuente con el beneplácito del resto de socios.

De modo general se propone esta distribución de intereses:

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Listado amplio de obligaciones.	Listado reducido (para su mayor flexibilidad).	Listado razonable de obligaciones, con aplicación mitigada caso a caso.

Cláusula *bad leaver*

Para el caso en que se incumpla alguna de las obligaciones anteriores, o se observe algún comportamiento inadecuado por parte del emprendedor, se pacta la cláusula *bad leaver* (que traduciremos como «socio incumplidor»).

Sin perjuicio de las acciones legales oportunas, en caso de que un promotor incumpla alguna de sus obligaciones o abandonase sus funciones, el fondo quedará facultado para adquirir las participaciones (u opciones sobre participaciones) de dicho socio a valor nominal. En este sentido, los promotores otorgan una opción de compra a favor del fondo para su ejercicio en los supuestos descritos en esta cláusula.

En otras palabras, el socio que incumpla sus compromisos verá anulados sus derechos económicos y además será objeto de las acciones legales correspondientes.

Las situaciones que dan lugar a considerar este tipo de cláusulas son muy delicadas. Hablamos de socios que incumplen gravemente sus responsabilidades en la empresa. El tenor de la cláusula de *bad leaver* impone un castigo a tal promotor, concediendo al inversor la potestad de adquirir a valor nominal (esto es, valor en libros, no de mercado, sin prima de emisión) las participaciones de aquel.

Cabe preguntarse si el resto de miembros del equipo promotor cuyos intereses resultan igualmente perjudicados por la actitud del incumplidor, poseen el mismo derecho que el Venture Capital para acceder a las participaciones. En algún caso se ha esgrimido tal argumento, con respuesta dispar por parte del socio financiero. Al emprendedor de buena fe no deja de asistirle la razón en caso de que desee que el *bad leaver* se redacte de modo que beneficie por igual al resto de socios no incumplidores. En todo caso, no recomiendo que se haga ningún *casus belli* de este pacto pues los mayores intereses del emprendedor están en otro lugar.

Favorable al inversor	Favorable al emprendedor	Equitativa
Tal y como está redactada en el recuadro superior (el fondo compra a valor nominal todas las participaciones del socio incumplidor).	Derecho de compra a prorrata entre todos los socios (interesa si los promotores son varios, pues la disuasión les protege a todos).	Por ejemplo, opción de comprar a valor nominal para el fondo, con alguna compensación para el resto de socios.

Opciones como mecanismo de retribución

En el apartado de negociación se recomendó afrontar las discusiones con el inversor empleando un enfoque global que considere todos los apartados del acuerdo. De esta manera el emprendedor se concentra en lo esencial: conseguir un buen acuerdo de inversión y no solo un buen precio.

También es cierto que existen otros elementos de la relación entre inversor y emprendedor que no figuran en el clausulado típico del acuerdo y que sin embargo resultan de especial interés para el promotor. El principal de ellos es su retribución, medida no solo en salario sino también en bonos de desempeño y opciones sobre participaciones o acciones.

La gran cuestión de «¿qué sueldo debo percibir de mi *startup*?» es una de esas preguntas que cuando alguien me la hace salgo corriendo. Me pasa lo mismo que cuando alguien me pregunta en qué valor bursátil debe poner dinero. La cuestión del sueldo del emprendedor es una pregunta trampa porque no tiene respuesta. Hay algunos principios generalmente argumentados, como por ejemplo que el emprendedor debe apostar por el éxito de la empresa fijándose un salario bajo y esperando que el crecimiento del negocio sea lo que le llene los bolsillos. En realidad, si el emprendedor acude al inversor solicitando un salario alto «acorde a su nivel y dedicación», la impresión que se llevará el Venture Capital es sencillamente que la *startup* es un autoempleo. Otro dato: en Estados Unidos es proverbial la escasa calidad de vida que tienen

los emprendedores hasta que por fin su empresa empieza a dar dinero. Juzgue el lector.

Sin embargo los inversores son muy receptivos a negociar mecanismos de retribución ligados a logros, pues saben que antes de que el emprendedor los cobre ellos mismos han visto cómo su inversión aumenta de valor. Es en el marco de estos mecanismos de retribución donde deben encuadrarse las opciones.

Cuando un emprendedor pacta estas «opciones» propone al inversor que, si se cumplen determinados logros en la empresa, se le liberarán determinadas participaciones o acciones. En otras palabras, que el Venture Capital se diluirá para que pueda así recuperar el promotor parte del negocio. El inversor aceptaría porque, si bien se queda con un porcentaje inferior del capital, este tiene un valor aún mayor.

No entraremos a valorar la fórmula jurídica que debe seguirse para lograr el objetivo anterior. Lo realmente importante es que el lector debe ver aquí una nueva posibilidad de acercar posturas en la negociación del acuerdo de inversión, señalizando creíblemente que confía en el éxito del proyecto al vincular su riqueza a la marcha de la *startup*.

Caso: Opciones

Un emprendedor negocia con Venture Capital la inversión de 300.000 euros en su *startup*. Casi toda la discusión se centra en las proyecciones financieras del emprendedor que, a juicio del inversor, son excesivamente optimistas. De ahí surge la gran diferencia en valoración. El promotor valora el negocio en 1,5 millones de euros, mientras que el inversor considera que el máximo que estaría dispuesto a aceptar es 900.000 euros.

Las conversaciones parecen llegar a punto muerto, pues ninguna de las dos partes está dispuesta a transigir.

El inversor entonces plantea la siguiente posibilidad: Venture Capital entrará en el capital con una valoración de 900.000 euros, pero si dentro de un año se cumplen determinados hitos que harán posible la consecución de las proyecciones tal y como las plantea el emprendedor,

estará dispuesto entonces a diluirse hasta una valoración de 1,5 millones de euros.

El emprendedor acepta la fórmula, si bien entonces, y dado que pasado el año y conseguidos los hitos, la empresa tendría a su juicio un valor aún mayor, solicita que tal valoración se aumente a 1,8 millones. Finalmente, el inversor acepta.

Comentario

El caso anterior es un claro ejemplo de cómo un emprendedor puede demostrar su propia confianza en el plan de negocio que presenta al Venture Capital: vinculando sus intereses económicos a su éxito.

Es importante que el lector compruebe cómo sí es posible salir de situaciones de bloqueo en las negociaciones, no solo añadiendo opciones al acuerdo (las «teclas del piano»), sino también demostrando con hechos y no solo palabras su fe en los argumentos que expone a la otra parte.

En resumen: las opciones y otros sistemas de retribución variable son mecanismos muy útiles para acercar posturas en las negociaciones del acuerdo de inversión, pues alinean totalmente los intereses de las partes a la vez que permiten al emprendedor extraer más valor del acuerdo. Este apartado de las opciones podría haber sido incluido como una cláusula más del acuerdo, pero separándolo he querido darle mayor importancia para subrayar su posible aplicación al proceso negociador.

Sin abandonar el tema, pero cambiando algo de tercio, diremos que es muy habitual en Estados Unidos que el Venture Capital proponga al emprendedor reservar un porcentaje de capital en forma de opciones, no al promotor, sino al equipo directivo que sea contratado para llevar la empresa, de manera que pueda ofrecerse este paquete como incentivo. De hecho, se dice que en Silicon Valley es casi imposible contratar a nadie si no se incluye en el trato la posibilidad de que el ejecutivo tenga acceso al capital de la sociedad.

En España esto es menos frecuente por dos motivos. El primero de ellos es que los importes aportados por los Venture Capital

son inferiores que en Estados Unidos, por lo que no es posible tentar a directivos de éxito con ofertas jugosas para que asuman un puesto que, además, el emprendedor suele querer para sí. Por otro lado, el número de profesionales que aspira a estas posiciones en un nivel inferior (esto es, directivos sin gran experiencia anterior), es mucho mayor que los puestos de trabajo, por lo que en caso de querer incorporar a alguien con este perfil no es necesario ofrecerle capital del negocio. Con un sueldo más o menos razonable se suele cerrar el acuerdo.

No obstante lo anterior, sí que he visto en España casos en los que el Venture Capital propone al emprendedor que se contrate a un gerente y que se le ofrezca unas opciones que podrá ejercitar si se cumplen determinadas condiciones. Si tal es el caso, el emprendedor debe recordar esta regla de oro:

Si se acuerda reservar un paquete de opciones para directivos debe fijarse con posterioridad a la entrada del inversor.

La razón es evidente: toda opción, como sabemos, vale dinero. Si las opciones se asignan después de la entrada del inversor, este asume parte de su coste y el emprendedor se diluirá menos.

¿Qué hacer si el Venture Capital rechaza la propuesta de dotar el *pool* de opciones después de su entrada? Pues lo que hay que intentar entonces es reducir al mínimo las opciones reconocidas antes de su inversión, y sugerir que lo mejor es analizar posteriormente si son necesarias más opciones y entonces (ya con el inversor dentro) emitir las.

Este argumento, bien esgrimido, suele funcionar. Efectivamente, antes de que entre el inversor no se sabe el valor que tienen las opciones, y a lo mejor se está fijando un porcentaje excesivamente alto. Tiene todo el sentido del mundo reservar un paquete inicial bajo y, más adelante, revisarlo. El Venture Capital dirá muy probablemente que el directivo querrá saber ya mismo cuántas opciones tendrá, por lo que interesa dotarlo cuanto antes. A esto se puede responder que al directivo se le ofrecerá un paquete

inicial cierto, y se le dirá que en un futuro quizá se le aumente, pero sin el compromiso de hacerlo.

Importancia relativa de las cláusulas

Llegados a este punto el lector puede extraer sus propias conclusiones sobre el contenido y trascendencia práctica de las cláusulas más habituales en los acuerdos de inversión.

Considerando la infinidad de situaciones que caracterizan una *startup*, resulta imposible proponer al lector una estrategia fija sobre qué contenidos del acuerdo debe luchar con más fuerza que otros en la negociación. La mejor recomendación es que se deje asesorar por un experto. En las páginas anteriores he procurado describir cada pacto haciendo referencia al *ratio*, es decir, a la razón que explica su presencia en el acuerdo.

Sin embargo, si revisamos las cláusulas y somos lo suficientemente sensatos como para no tomar nada como dogmático, quizá podamos extraer algunas líneas maestras que guíen la estrategia negociadora del emprendedor.

Así, a mi juicio, hay un primer grupo de cláusulas en las que yo no perdería demasiado tiempo.

- Derechos de veto
- Derechos de información
- *Key man*
- *Bad leaver*
- Bloqueo administrativo
- Adquisición preferente
- Cláusula de acompañamiento, *tag along*

Las cláusulas anteriores las concedería al inversor sin más. Sin discutir las. Y lo haría así por dos motivos: el primero, no levantar sospechas innecesarias en el Venture Capital. El segundo, limitar mis esfuerzos a aquellas partes del acuerdo que sí me interesan.

En el archiconocido, y no siempre bien citado *Arte de la guerra*, Sun Tzu dice: «aquellos que son duchos en el arte de la guerra atraen al enemigo al campo de batalla y no se dejan llevar ahí por él». Por eso, el emprendedor debe alejarse de aquellos lugares que no le vayan a reportar éxitos o que, reportándoselos, sean escasos. Yo libraría la batalla en otros frentes, y por eso defino un segundo grupo de cláusulas que hay que luchar en todo caso:

- Composición del consejo
- Preferencia en la liquidación
- Cláusulas de arrastre
- *Pool* de opciones para el emprendedor

Estas cuatro cláusulas tienen siempre y en todos los casos una importancia fundamental en las relaciones con el inversor. El consejo de administración es el órgano de gobierno ejecutivo más importante; la preferencia en la liquidación afecta significativamente el reparto de las ganancias; la cláusula de arrastre en ocasiones esconde una distinta visión del negocio y desalinea los intereses de las partes; y, por último, el *pool* de opciones es un elemento beneficioso para el emprendedor, relativamente fácil de conseguir y que le proporciona ganancias directas.

¿Y qué hay del resto de cláusulas? Pues estarían en el tercer y último grupo, del que suelo decir que hay que emplear «tácticamente». Es decir, dependiendo de varios factores:

- Su importancia económica en la *startup* de que se trate.
- El interés que demuestra tener el Venture Capital en ellas.
- El futuro previsto para la empresa.
- Etc.

Comentaré brevemente a qué me refiero citando las principales:

Valoración premoney	Sin duda la valoración es el aspecto esencial del acuerdo (le he dedicado casi medio libro) y, sin embargo, prefiero ponerla en el grupo 3. ¿Por qué? Porque pretendo que el lector vea que en la negociación sobre valoración es fácil caer en el juego de suma de cero (el porcentaje máximo no va más allá del cien por cien) y, como hemos visto, existen alternativas para mitigar el impacto económico de la valoración de entrada. En ocasiones pongo este ejemplo. La valoración es la verdura de la ensalada, es decir, el ingrediente principal. Pero cuidado: una vez que se aliña, la ensalada tiene un sabor distinto del de sus ingredientes originales. Lo mismo pasa con la valoración. Es lo más importante del acuerdo, pero una vez que este se ve en su totalidad, la importancia de la valoración debe ser puesta en relación con el resto de pactos que afectan a la posición económica de las partes.
Cláusula antidilución	La antidilución en algunos casos vale un Potosí, y en otros apenas nada. La principal cuestión radica en las necesidades futuras de financiación y la capacidad del negocio de generar caja. Por eso, es preciso determinar antes su posible aplicación y posteriormente asignarle la importancia que realmente tiene.
Recompra	Este pacto es como una avispa. Volando pacíficamente a nuestro alrededor no nos hace daño, pero cuando pica duele. Cuando tratamos anteriormente la recompra hicimos una serie de observaciones acerca de su funcionamiento que ahora no reproduciremos. Digamos a modo de resumen, que su aplicación no es habitual.
Dividendo preferente	Si el inversor es experimentado, lo normal es que la cláusula del dividendo preferente sea una de las primeras que esté dispuesto a eliminar (a cambio de algo, claro. Por eso es experimentado). Sabiendo esto, el emprendedor astuto puede usar tácticamente el dividendo para conseguir otras condiciones que le beneficien más.

Las recomendaciones anteriores, que reflejan una impresión personal que no tiene por qué ser compartida, son osadas. Y aquel que las emplee será igualmente osado. Insisto en que no deben tomarse como dogma de fe, y en cierto sentido me asusta pensar que el lector las adopte como punta de lanza en sus negociaciones. Por eso añadido a tales impresiones, una vez más, mi recomendación de recabar asesoramiento experto para llegar con el inversor a un

pacto que permita al emprendedor conseguir un buen acuerdo, y no solo un buen precio.

Nota jurídica final

Es posible que algún lector se pregunte cómo es posible que el Venture Capital, que no deja de ser un socio minoritario, pueda imponer determinadas condiciones a la mayoría del capital de la empresa en la que ha invertido.

De hecho, en el caso de los órganos de gobierno societarios por ejemplo, el artículo 137.1 del texto refundido de la ley de Sociedades Anónimas establece con carácter imperativo, no derogable por los estatutos, el sistema proporcional de representación en el consejo de administración: «La elección de los miembros del consejo se efectuará por medio de votación. A estos efectos, las acciones que voluntariamente se agrupen, hasta constituir una cifra del capital social igual o superior a la que resulte de dividir este último por el número de vocales del consejo, tendrán derecho a designar los que, superando fracciones enteras, se deduzcan de la correspondiente proporción».

En este sentido se produjo un caso reciente en el Grupo Eulen que demuestra la regla anterior. En Eulen, con un consejo de administración formado por un padre (presidente de la compañía y titular del 51% de las acciones) y sus seis hijos, cuatro de ellos quisieron hacerse con el control de la sociedad, y votaron en el consejo la destitución de su padre. Este no tuvo más que instar judicialmente la convocatoria de junta general extraordinaria de accionistas, con un único punto del orden del día: cese de miembros del consejo de administración, dejando a sus cuatro hijos fuera del consejo.⁵

Si esto es así, ¿en qué queda todo el contenido expuesto en este capítulo acerca del acuerdo de socios?

La respuesta es simple: el acuerdo de socios solo tiene eficacia entre las partes, de manera que si hubiera uno o más socios que

5 Información obtenida en *El País* del 28 de febrero de 2010.

no hayan firmado el contrato, no estarían vinculados a él. En otras palabras, el acuerdo tiene una aplicación obligatoria interna, pero no tiene una trascendencia externa de manera que pueda derogar los estatutos de la sociedad o la propia ley. Por esa razón en los acuerdos de inversión con el Venture Capital se insiste en que firmen todos los socios.

En definitiva, en las operaciones de Venture Capital el inversor ha firmado un contrato con los socios o accionistas de manera que pasa a controlar el consejo de administración, disponer de vetos, etc., pero si lo hace es porque los socios o accionistas que representan la mayor parte del capital social se han obligado a ello. Si en cualquier momento estos decidieran cambiar la situación podrían convocar una junta de socios y expulsar al Venture Capital del consejo o retirarle sus demás prerrogativas. Tal acuerdo sería válido, y el inversor tendría entonces que reclamar en los tribunales. Si la acción de los socios fue contra derecho recibirá entonces una compensación.

Todas estas consideraciones tienen relación con la convivencia de los socios una vez formalizada la inversión del Venture Capital, y a esta cuestión dedicaremos el capítulo siguiente.

Permanencia del inversor en la *startup*

La entrada del Venture Capital en el capital de la *startup* supone el final del proceso de toma de participación en la sociedad, pero no el final de la inversión. De hecho es entonces cuando empieza un período de convivencia que puede llegar a extenderse más allá de los siete años. En este capítulo comentaremos algunas de las principales vicisitudes que se producen durante la permanencia en el capital del Venture Capital.

En ocasiones los emprendedores quedan defraudados por la labor del inversor durante todo este tiempo de convivencia. En algunos casos esta decepción ciertamente será provocada por la apatía del inversor, aunque es mucho más frecuente que haya sido ocasionada por una expectativa incorrecta acerca del papel que el socio financiero debía adoptar.

De hecho, durante el proceso de toma de participación, el emprendedor, en su trabajo de conocer al inversor, debe ser capaz de hacerse una idea fiel de lo que puede esperar de este inversor concreto durante su permanencia en el capital. Y cuando decimos «trabajo» no nos debemos limitar a hacer preguntas equívocas, para las que obtendremos respuestas equívocas, sino que

debemos ir más allá. Por ejemplo, si un emprendedor pregunta a un posible inversor si ayudará a la empresa una vez que haya invertido en ella, lo más probable es que conteste que sí. Más que nada porque decir «no» hará que el promotor obtenga una imagen muy negativa de ese inversor. Ese «sí» que se recibe como respuesta es lo que en el capítulo de negociación denominamos *cheap talk*. En cambio, el emprendedor que está considerando dar entrada a un inversor y, aparte de hacerle este tipo de preguntas, investiga y se informa acerca del modo en que ha trabajado anteriormente con otras empresas en las que ha participado sí que hace correctamente sus deberes y podrá hacerse una idea más fidedigna de lo que puede esperar de este Venture Capital en el futuro. Un emprendedor que haya trabajado así estará legitimado para sentirse defraudado cuando el inversor no esté a la altura de las circunstancias.

Colaboración del inversor

Si queremos hacer alguna consideración genérica sobre el comportamiento de los inversores durante su permanencia en el capital de la *startup* es preciso que volvamos una vez más a la distinción entre Venture Capital y *Business Angel*.

Dado que el *Business Angel* no responde ante nadie más que ante sí mismo pues está invirtiendo su dinero y que el Venture Capital es un profesional que debe rendir cuentas ante los partícipes que le han otorgado los fondos para que los invierta, es fácil intuir que uno y otro reaccionarán de forma distinta ante estímulos parecidos.

No hay Venture Capital que no se involucre en la gestión y marcha de la empresa participada, es más, tal labor pertenece a su esfera de responsabilidad frente a sus partícipes. Este nivel de trabajo varía de inversor a inversor pero, en términos generales, y excluyendo la mera participación en los órganos de gobierno de la sociedad, podemos incluir entre las actividades más realizadas por el Venture Capital las siguientes:

- Captación de clientes: el Venture Capital colaborará en la actividad comercial de la *startup*. Esto no significa que el inversor actúe como comercial. Su labor suele consistir más bien en la facilitación de contactos y primeros encuentros con empleados clave del potencial cliente. Asimismo el financiero puede sugerir iniciativas comerciales o la exploración de nuevos canales de distribución. En definitiva, el Venture Capital no vende, pero sí orienta.
- Contratación de personal clave: los Venture Capital suelen tener amplias agendas así como relaciones con escuelas de negocio y empresas de *headhunting*, de las que obtener personas con talento para posiciones importantes. No debe esperar el emprendedor que el Venture Capital ayude a encontrar un ingeniero júnior. La ayuda del inversor se producirá para puestos de relevancia en los que la identidad del candidato resulte esencial.
- Búsqueda de aliados o empresas colaboradoras: el socio financiero siempre tiene el radar encendido para identificar nuevas oportunidades para sus empresas participadas. No olvidemos que el Venture Capital recibe diariamente numerosas propuestas de inversión, y que además suele compartir con otros inversores informaciones acerca de su cartera. Fruto de esas relaciones y contactos el inversor tendrá conocimiento de empresas que pueden colaborar o aliarse con *startups* en las que ha invertido, y si el acuerdo tiene sentido facilitará que se consiga.
- Ayuda en la negociación de contratos relevantes: los Venture Capital tienen en su plantilla personas acostumbradas a negociar cuestiones importantes (esto lo sabe bien el emprendedor cuando negoció con ellos el acuerdo de inversión). Si una de sus empresas participadas debe negociar con un tercero un asunto importante pueden prestar su ayuda en tales conversaciones.
- Búsqueda de capital para futuras rondas de financiación: comentaremos con más detalle este apartado a continuación.

- Asesoramiento contable, legal, tributario: raro es el Venture Capital que no colabora habitualmente con despachos especializados en estas áreas. Y de ser preciso no dudan en poner en contacto a sus empresas participadas con ellos con el fin de buscar soluciones a problemas surgidos en este tipo de ámbitos.

¿Es razonable pensar que un *Business Angel* realizará funciones parecidas para la empresa en la que ha invertido? La respuesta a esta pregunta es «depende». Depende en primer lugar del perfil que tenga el *Business Angel* en cuestión, depende del tiempo que tenga disponible, depende en definitiva de que siga intacta en él la ilusión por el proyecto que le hizo poner dinero en la empresa, etc.

Si volvemos a considerar líneas de comportamiento generales, podemos destacar que los *Business Angel* suelen apoyar a las empresas en las que invierten de la siguiente manera:

- Apoyo en la gestión empresarial: los *Business Angel* suelen haber tenido experiencia previa en la gestión de empresas, y así pueden ser muy útiles en determinadas situaciones en las que el equipo promotor carece de las habilidades necesarias para llevarlas a cabo. Pongamos un ejemplo algo sórdido: el despido de personal. Supongamos que unos emprendedores identifican un empleado que no está respondiendo a las expectativas que se generaron en su contratación, pero no se sienten cómodos despidiéndolo. Si en esta empresa ha invertido un *Business Angel* que ya hizo frente en el pasado a situaciones similares puede ser él el que tome la iniciativa y realice la ingrata labor de despedir a este trabajador.
- Facilitación de contactos: al igual que en el caso del Venture Capital, si el *Business Angel* dispone de contactos útiles para la empresa en la que ha invertido no dudará en facilitarlos para que esta pueda aprovecharlos.
- Choque con la realidad: quizás uno de los mayores favores que un *Business Angel* puede hacer a la *startup* es decirle

al equipo promotor las verdades a la cara. Es humano que el emprendedor apueste hasta el final por su proyecto y, hasta cierto punto, deforme la realidad para hacerla coherente con el éxito de su empresa. El *Business Angel* tiene la obligación de mantener fría la cabeza y, considerando su relación de confianza con el promotor, está en mejor situación que nadie para hacer ver a este que, por ejemplo, la empresa no va bien, que esta decisión no es correcta, etc.

Surge entonces la cuestión de si es posible medir de alguna manera el nivel de cooperación del inversor con la empresa. Para hacer tal medición debemos tener un punto de referencia, un objetivo al que el inversor se haya comprometido en el momento de invertir. Este tipo de objetivos no se fijan en la práctica, de hecho si revisamos la relación de posibles colaboraciones del Venture Capital vemos que no es posible poner una lista de objetivos para el inversor.

En definitiva, la satisfacción del emprendedor con el inversor cae en el ámbito de las sensaciones. «Siento que el inversor ha dado todo por la empresa», «siento que ha pasado de nosotros», «siento que solamente se ha involucrado en lo bueno, pero no en lo malo», etc.

Negociaciones posteriores al acuerdo

No cabe ninguna duda de que el comportamiento del inversor con la *startup* en la que ha invertido depende también, aunque no solo, de las relaciones que haya sabido establecer con el equipo promotor. Todos somos humanos y las relaciones entre humanos pasan por altos, por bajos y por altibajos. El *feeling* entre las personas es difícilmente controlable. Lo que sí puede evitarse son las malas experiencias por errores comunes. Por ejemplo, un emprendedor nunca debe sorprender al inversor con noticias inesperadas (sobre todo negativas). Es algo parecido a lo que enseñan en las autoescuelas. Un conductor debe

señalar correctamente lo que va a hacer con el fin de no poner en riesgo al resto de usuarios de la vía con maniobras inesperadas. La información anticipada y veraz es un ingrediente esencial de la relación con el inversor.

Es normal que un emprendedor que debe informar al inversor una mala noticia se sienta reacio o incluso tenga la tentación de ocultarla. En ocasiones no habrá más remedio que hacer frente a la situación. Un caso habitual es aquel en el que el emprendedor pretende hacer algo contrario a lo que se firmó en el acuerdo de inversión. Por ejemplo, supongamos que en el equipo promotor uno de los socios desea salir de la sociedad. Como sabemos, los Venture Capital son muy sensibles a este tipo de salidas, pues pueden poner en mayor riesgo su inversión.

Hay dos reglas de oro que el emprendedor tiene que seguir cuando debe lidiar con una situación como la anterior. La primera:

Hay que estar preparado para recibir un «no».

Uno no puede salirse siempre con la suya y en ocasiones, por mucha mayoría que se tenga, hay que estar dispuesto a ceder y hacer honor al contrato que se ha firmado. Pero la segunda regla es:

Hay que ser razonable y flexible.

Esta regla se aplica tanto al emprendedor como al inversor. Retomando el caso del socio que desea abandonar la empresa, tan cierto es que al inversor se le dieron en su día garantías de que los socios no abandonarían la nave, como cierto es que no es posible poner puertas al campo. Si alguien se quiere marchar, o peor aún, por circunstancias personales no le queda más remedio, lo mejor es dejarle salir. Los inversores lo saben y las

cláusulas de permanencia no se ponen para esclavizar a nadie, sino para forzar la negociación en caso de que sea necesario abordar el asunto y evitar acciones unilaterales del emprendedor. La cuestión es entonces cómo hacer que esta salida tenga las menores consecuencias para la sociedad y se realice de modo ágil y cordial.

Los Venture Capital son conscientes de que en el fondo el contrato de inversión es un documento que refleja un entendimiento y un acuerdo de voluntades que las partes se comprometen de buena fe a cumplir. Ello no implica que a lo largo de la inversión las circunstancias obliguen a alguno de los participantes a realizar actividades que inicialmente no estaban previstas.

Analicemos la gestión de cambios, que puede ser objeto de debate en la *startup* participada por el inversor. Para ello distinguiremos cambios trascendentales para la compañía y cambios corrientes. Los primeros son cambios que implican modificaciones en las reglas de juego con el inversor, o bien suponen alteraciones significativas del acuerdo de socios. Los cambios corrientes son decisiones de cierta trascendencia, pero que no afectan a los principios básicos de convivencia con el inversor.

En general, los cambios corrientes pueden ser acordados con el inversor de manera bastante ágil, siempre y cuando estos respondan a necesidades reales de la compañía. Los Venture Capital suelen ser muy receptivos a modificar determinados apartados de la sociedad si existe base para ello, y de hecho en ocasiones las propuestas de cambio las realizan ellos.

El asunto es más delicado si se quiere abordar un cambio trascendental. No es posible plantear un listado cerrado de cambios trascendentales, pues el mismo hecho puede ser percibido como importante en un caso y como menos relevante en otro. No obstante sí que es cierto que algunos acontecimientos son en casi todos los casos cambios trascendentales, como por ejemplo la salida de socios o las operaciones con acciones o participaciones.

En estos casos es importante que el emprendedor considere que este tipo de modificaciones debe consensuarse con el inversor. El acuerdo de socios es vinculante, pero ello no

significa que no pueda sufrir cambios si así lo decide la voluntad de las partes. Por ello la recomendación al emprendedor que se vea abocado a una situación como esta es plantear un proceso negociador similar al de la toma de participación, tratando de encajar sus intereses en un marco de entendimiento más global, y siempre con un tono colaborador.

Cese del emprendedor como gerente

Una cuestión delicada es el cese del emprendedor como director general de la *startup*. Este tema pone en guardia a muchos promotores antes de empezar a negociar con potenciales socios financieros. Lo cierto es que este tipo de ceses es mucho más frecuente en Estados Unidos que en España. Sí se dan casos en nuestro país, pero no tantos como allí.

Los inversores fuerzan la salida de directivos en dos tipos de situaciones:

- **Marcha deficiente del negocio:** cuando las cosas van mal los directores generales suelen ser percibidos como los responsables últimos. Por esta razón, y aunque en ocasiones no tienen la mayor parte de la responsabilidad, son ellos los que resultan relevados de sus cargos.
- **Cambio de rumbo en la estrategia de la empresa:** en estos casos la empresa no va mal, sino que va a comenzar una nueva fase de desarrollo en la que posiblemente las características del directivo en cuestión no son las más idóneas para que siga al timón. Una de las situaciones más frecuentes en este tipo de cambios es aquella en que la empresa deja de ser un negocio centrado en la investigación y desarrollo de productos y pasa a ser una compañía centrada en conseguir cuota de mercado. Cuando la *startup* es un centro de investigación es conveniente que el director general sea una persona vinculada al mundo de la I+D+i que pueda proporcionar contactos en el momento que se necesitan. Sin embargo, llega un momento en que la empresa

ya tiene el producto o servicio listo y de lo que se trata es de conseguir clientes y ventas. En ese momento la empresa tiene otras prioridades y el científico que anteriormente dirigía la compañía posiblemente carezca de las habilidades necesarias para abrir el mercado y llevar la empresa al siguiente nivel.

Sin duda a nadie le resulta agradable ser relevado de su puesto porque a juicio de un tercero carece de las capacidades necesarias para desempeñarlo. Los emprendedores se sienten propietarios de la *startup*, y en su mente ese sentido de propiedad parece llevar consigo el derecho a desempeñar el cargo de director gerente de la empresa.

De hecho, ese mismo sentido de la propiedad del cargo es la razón de la incomprensión del emprendedor que resulta relevado. Pero siendo racionales, el promotor debe valorar el cambio de directivo desde un doble punto de vista.

Por un lado, como director general ya se ha indicado el rechazo que es legítimo sentir. Pero, por otro lado, el emprendedor debe valorar el cese en su condición de socio de la empresa, y en este caso sus intereses corren parejos al del inversor. Si este lleva razón en el cambio de equipo directivo, el propio promotor se beneficiará de esta mejor marcha de la *startup*.

La recomendación que puede darse al emprendedor es que valore cuál es la aportación que con mayor eficiencia puede proporcionar al negocio y asuma con responsabilidad su posición en él. No se trata de un análisis absoluto, sino relativo. Por muy bien que Cristiano Ronaldo sepa cortar el césped de su jardín, lo mejor es que contrate para ello a un jardinero y él dedique su tiempo a meter goles. Si como miembro del equipo investigador el emprendedor puede aportar un valor que como gerente se encuentra fácilmente en el mercado, lo suyo es contratar a un directivo y que el emprendedor se dedique a liderar las labores de I+D+i.

Nuevas rondas de financiación

Una de las cuestiones más importantes del estudio de la permanencia del Venture Capital en la empresa participada consiste en la realización de nuevas rondas de financiación en las que el inversor permanece en el capital (aquellos casos en los cuales el Venture Capital aprovecha la ronda para vender su participación serán tratados en el capítulo de la salida).

Acudir a una nueva ronda de financiación somete a la empresa, una vez más, al árido proceso de encontrar nuevos socios, pero desde luego supone como mínimo una noticia ciertamente positiva: la *startup* sigue con vida y sus socios piensan que una nueva inyección de fondos hará que aumente su valor en el mercado.

La nueva ronda supondrá la dilución de los socios actuales. Es decir, para dar entrada al nuevo inversor, los propietarios tendrán que reducir su posición en el capital de manera que el recién llegado disponga de su porcentaje. Esta reducción en las cuotas se denomina «dilución». Todos los socios deben diluirse en igual medida, salvo que alguno de ellos sea beneficiario de una «cláusula antidilución», de la cual se habló en el capítulo anterior.

Tabla de capitalización

Para analizar el impacto de las rondas de financiación en el capital de la *startup* debe elaborarse una tabla de capitalización (en inglés, *capitalization table* o *cap table*). En dicha tabla se incluyen las aportaciones que hace cada socio y sus porcentajes de capital en cada ronda.

Hay varias maneras de hacer una tabla de capitalización. Puede complicarse mucho si las participaciones tienen distinto valor nominal, hay opciones, etc. En el siguiente modelo económico proponemos una forma de elaborarla de manera muy simple (CapTable.xls):

Modelo: Tabla de capitalización (CapTable.xls)

En este modelo elaboraremos dos tablas de capitalización de una empresa que realiza cuatro rondas de financiación, una de ellas con la hipótesis de que el mismo Venture Capital acude a todas ellas, y la otra tabla considerando que son inversores distintos los que participan.

Como datos de partida del modelo el lector puede modificar:

- Valoración premoney de cada ronda (columna C).
- Aportación del inversor en cada ronda (columna D).
- Precio de salida obtenido con la venta del capital de la *startup* (celda C13).

Ronda	Pre-Money	Aportación	Post-Money	Porcentaje adquirido en la ronda	Porcentaje total
1	90.000	10.000	100.000	10,0%	10,0%
2	190.000	10.000	200.000	5,0%	14,5%
3	150.000	50.000	200.000	25,0%	35,9%
4	700.000	400.000	1.100.000	36,4%	59,2%
Salida	1.000.000			Multiplo salida	1,3
				TIR	20%

Ronda	Pre-Money	Aportación	Post-Money	Porcentaje adquirido en la ronda	Porcentaje inversor 1	Porcentaje inversor 2	Porcentaje inversor 3	Porcentaje inversor 4
1	90.000	10.000	100.000	10,0%	10,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	190.000	10.000	200.000	5,0%	9,5%	5,0%	0,0%	0,0%
3	150.000	50.000	200.000	25,0%	7,1%	3,8%	25,0%	0,0%
4	700.000	400.000	1.100.000	36,4%	4,5%	2,4%	15,9%	36,4%
Salida	1.000.000			Multiplo salida	4,5	2,4	3,2	0,9
				TIR	46%	34%	78%	-9%

TIRs	Mismo inversor	Inversor 1	Inversor 2	Inversor 3	Inversor 4
	-10.000	-10.000	-50.000	-400.000	591.932
		0	0	0	45.341
		-10.000	0	0	23.864
			-50.000	0	159.091
				-400.000	363.636
					20%
					46%
					34%
					78%
					-9%

Con los datos anteriores podemos elaborar la tabla de capitalización con un solo inversor calculando en primer lugar qué porcentaje se lleva en cada ronda (columna F). Para ello simplemente se divide la inversión en la ronda (columna D) entre la valoración postmoney (columna E).

El dato calculado en la columna F no es el porcentaje agregado que obtiene el inversor, puesto que en cada ronda él mismo se diluye. Así, para saber qué porcentaje final obtiene el inversor en la ronda «n» hay

que sumar al porcentaje que obtiene en la ronda «n» (columna F) el porcentaje que traía de la ronda «n-1» diluido precisamente en el porcentaje de la ronda actual.

Este porcentaje total, calculado en la columna G, nos indica qué porcentaje tiene el Venture Capital una vez que se ha completado cada una de las rondas; de manera que la celda G11 contiene la participación final que tiene el inversor después de su cuarta aportación de capital.

Las celdas G13 y G14 calculan, respectivamente, el múltiplo de salida y la TIR que obtiene el inversor en el momento de la salida.

De la misma manera se calculan los porcentajes en la tabla inferior en el caso de que sean varios los inversores que acuden a las rondas. Puede comprobar el lector cómo cada inversor se diluye en cada ronda, de manera que (salvo el último inversor en entrar) el porcentaje que le queda en la fila 23 es inferior al que obtuvo en el momento en que entró. También puede comprobarse cómo en ambas tablas los porcentajes totales de los inversores coinciden.

Las celdas G31 a G35 calculan la parte del precio de venta que corresponde a cada inversor en el momento de la salida, multiplicando este valor (celda C13 y C25) por el porcentaje que tenía ese inversor en la última ronda (celda G11 en el caso de un solo inversor y celdas G23 a J23 en el caso de varios).

Finalmente se incluye una última tabla donde se recogen las TIR de todos los inversores para facilitar su comparación por el lector. El modelo supone, para simplificar los cálculos, que cada ronda se realiza en la misma fecha un año después de la anterior, de manera que las TIR obtenidas pueden compararse.

Origen de la ronda

Debemos distinguir entre dos situaciones totalmente distintas: rondas de financiación previstas en el momento de la entrada del inversor y rondas de financiación sobrevenidas por la marcha atípica del negocio. En este segundo caso nos encontramos nuevamente con dos escenarios, aquellas rondas que surgen por la necesidad de dotar de mayor músculo financiero al negocio

debido a su buena marcha, y aquellas otras rondas que, por el contrario, son ocasionadas por una deficiente evolución de la empresa. En definitiva, tenemos tres situaciones que vamos a considerar seguidamente.

Rondas de financiación previstas

En estos casos, en el momento en que el inversor entra en el capital de la empresa participada es por todos conocido que llegados a cierto punto en el desarrollo de la *startup* va a ser necesario salir nuevamente al mercado para encontrar más fondos. Conviene que estos casos se consideren antes de la entrada del inversor y no en el momento en que se produzca efectivamente la necesidad de financiación, aunque esta no pille de sorpresa. Si el Venture Capital es un inversor experimentado no entrará en el capital de la participada sin tener meridianamente clara la estrategia financiera de la *startup* y cómo se afrontará esa nueva ronda de financiación cuando llegue el momento oportuno.

Así, en este tipo de rondas un buen Venture Capital asumirá el liderazgo en la búsqueda de financiación y muy posiblemente conozca de antemano la identidad de aquellos inversores que serán invitados a participar en esa nueva ronda.¹ La situación puede ser incluso más sencilla y haber sido pactada con el inversor de manera que es él mismo el que debe aportar el capital a la sociedad. En estos casos, más que nueva ronda de financiación lo que tenemos es un nuevo tramo de la inversión del Venture Capital en la *startup*.

Rondas de financiación imprevistas por situaciones favorables

La empresa ha iniciado su andadura con la inversión inicial y muestra un desarrollo mejor de lo esperado. Por ejemplo, supongamos que abre mercado a un ritmo superior o se le plantean unas nuevas oportunidades de negocio atractivas, y así

1 Subrayo el término «buen» inversor, pues uno mediocre dejará a su suerte al emprendedor en el proceso de búsqueda de nuevo socio, diciéndole a lo sumo que si encuentra a otro inversor él participará poniendo algo más. Este es el tipo de socio financiero que el emprendedor, si puede, debe evitar.

precisa de un mayor capital que le permita capturarlas. Los socios en este tipo de situaciones deben decidir si conviene echar más gasolina al depósito o, por el contrario, levantar el pie del acelerador.

La clave para resolver este dilema se encuentra en la opinión de la empresa acerca del aumento de valor que puede conseguir con los fondos aportados por el nuevo socio y comparar tal aumento con el porcentaje de capital que previsiblemente solicitará este nuevo inversor. En otras palabras, si la empresa estima que una nueva inyección de, pongamos, un millón de euros se traducirá en un incremento de valor del negocio de más del 20%, si considera que es capaz de conseguir estos fondos a cambio de un porcentaje inferior a ese 20%, económicamente tendrá sentido realizar la nueva ronda.

Esta regla de decisión es muy sencilla de formular, pero bastante compleja de poner en práctica. En realidad, será preciso considerar otros muchos factores no estrictamente financieros, como por ejemplo la conveniencia de dar entrada a un nuevo socio (que puede ser incluso un industrial) o las opciones estratégicas que se cerrarían en caso de no disponer de los recursos económicos necesarios para poder aprovecharlas. Siendo difícil proponer reglas generales, podríamos aquí sugerir un análisis profundo de la necesidad financiera sobrevenida, y proponer al lector que, si esta procede de una mayor velocidad de crecimiento del negocio traducida en mayores requerimientos de capital de trabajo, se recurra a deuda para financiarlos; mientras que si las nuevas necesidades responden a nuevas opciones estratégicas no previstas en un principio, pero que tienen un evidente atractivo para el negocio, entonces sí podría ser procedente la entrada de un nuevo socio en el capital.

Rondas de financiación imprevistas por situaciones adversas

Como es lógico, estas rondas son las más complejas y desagradables de llevar a cabo pues están ocasionadas por una deficiente evolución de la empresa. Las razones más habituales por las que una *startup* se ve abocada a una nueva ronda por este tipo de causas son:

- Retrasos en el desarrollo de los productos y servicios.
- Ritmos de captación de clientes más lentos de los inicialmente previstos.
- Desviaciones en los presupuestos, ya sean de I+D+i, comerciales, etc.
- Reacción de la competencia o aparición de nuevas alternativas competidoras.
- En general, cualquier acontecimiento previsto en el plan de negocio que se produce con una intensidad o velocidad distinta a la inicialmente prevista.

En todos estos casos lo normal es que la empresa vea cómo la evolución de su tesorería se aleja del curso previsto en el momento de la entrada del inversor, de manera que a menos que se produzca una nueva entrada de capital la sociedad llegue a sumirse en una situación de insolvencia. El impacto que la mala marcha del negocio tiene en la empresa puede ser muy variable, es posible que esta se enfrente a una crisis prácticamente fatal o bien a un mero traspie de modestas consecuencias. Sin embargo, en todos los casos, lo que sí es común es el disgusto de los socios, en particular del inversor.

Cuando la empresa se enfrenta a una situación adversa que pone de manifiesto la necesidad de aportar más fondos, la primera cuestión que hay que resolver es si merece la pena seguir adelante. En caso de que haya consenso no hay problema y la empresa adoptará el rumbo pactado por los socios. Los problemas aparecen si no hay acuerdo entre el inversor y el grupo promotor, siendo lo normal que el primero vea inviable el negocio y los segundos deseen continuar con la empresa. En estos casos lo lógico es que el inversor plantee una vía de salida que le permita recuperar lo máximo posible. Aquí generalmente el equipo promotor tiene la sartén por el mango, aunque si es inteligente tratará de facilitar una salida ecuánime y cordial del Venture Capital. Mala suerte en un negocio la puede tener cualquiera, pero haber puesto las cosas difíciles a un inversor de buena fe en una situación complicada el mercado no suele perdonarlo fácilmente.

Si tanto inversor como promotores consideran que la situación es reversible con nuevos fondos, la *startup* saldrá al mercado para realizar una nueva ronda. Si ya es difícil conseguir financiación para un proyecto con buenas perspectivas, hacerlo para uno que dice que las tiene pero que demuestra una marcha por debajo de lo esperado, es aún más complicado.

¿Cómo afrontar este tipo de rondas? Contando una buena historia. Debemos explicar que las necesidades financieras de la ronda anterior se estimaron inadecuadamente por una serie de circunstancias que tienen su explicación, pero que en ningún caso reducen el atractivo del negocio. En la medida en que en opinión del nuevo inversor esas circunstancias sean ciertas y hayan surgido por causas no imputables al equipo directivo de la empresa, la historia se tendrá en pie. Si, por el contrario, el nuevo inversor es de la opinión que esas circunstancias no explican la mala marcha de la *startup* o, incluso peor, debieron haber sido previstas y atajadas por el equipo directivo, pocas opciones tendrá la empresa de encontrar más capital, sobre todo con los gestores actuales.

Lo normal en estos casos es que si se encuentra un nuevo inversor, o el inversor existente aporta nuevos fondos, la valoración de la compañía se vea muy penalizada. Puede llegar a producirse una situación denominada en los países anglosajones *down round*, o lo que es lo mismo, una ronda en la que la valoración de la empresa es inferior a la que tuvo en la ronda anterior.

El inversor actual en la nueva ronda

Cuando llegue el momento de negociar la valoración de la *startup* en la nueva ronda de financiación, ¿qué comportamiento podemos esperar del inversor que ya se encuentra en el capital de la empresa? Aquí la cuestión fundamental consiste en si ese inversor va a participar o no en esta nueva ronda.

Lo normal es que si el inversor no va a aportar nuevos fondos, o sí lo va a hacer, pero son escasos, va a ver cómo su posición en el

capital se diluye (salvo que entre en juego alguna cláusula antidi-
lución) y por consiguiente defenderá la mayor valoración posible.
Si, en cambio, este inversor va a participar en la nueva ronda con
fondos significativos verá cómo la dilución de su posición original
será compensada con la retribución que obtendrá por su inversión
en la ronda, y así su defensa de una valoración alta tendrá menos
argumentos a favor. Analicemos este juego con un modelo eco-
nómico (PorSegRon.xls).

Modelo: Porcentajes de un Venture Capital que participa en segunda ronda

Supongamos que VC1 invierte 300.000 euros en la primera ronda de
financiación de una *startup* y a cambio de esa inversión obtiene un
porcentaje del 25% de la compañía, con lo que la valoración postmo-
ney fue 1.200.000 euros (valoración premoney: 900.000 euros).

La empresa avanza y se hace preciso poner en marcha la segun-
da ronda de financiación. VC1 manifiesta su intención en participar
si también lo hace el inversor VC2, que finalmente accede a ello. En
la celda C9 tenemos la inversión que hace VC1 en segunda ronda
(125.000 euros) y en C10 la inversión de VC2 (375.000 euros). La
celda C11 recoge el total de la ronda, que es la suma de las dos canti-
dades anteriores.

		Valoraciones pre-money	Participación	Participación de VC 1		
		segunda ronda	VC2	en 1ª ronda	en 2ª ronda	Total
5	Fondos aportados por VC1 en primera ronda	300.000	41%	15%	10%	25%
6	Porcentaje obtenido por VC1 en primera ronda	25%	34%	16%	9%	25%
7	Valoración postmoney en primera ronda	1.200.000	29%	18%	7%	25%
8			17%	21%	4%	25%
9	Fondos aportados por VC1 en segunda ronda	125.000	12%	22%	3%	25%
10	Fondos aportados por VC2 en segunda ronda	375.000	9%	23%	2%	25%
11	Total de fondos levantados en segunda ronda	500.000	8%	23%	2%	25%
12	Porcentaje de la segunda ronda que asume VC1	25%	6%	23%	2%	25%
			7.200.000	6%	23%	2%

Comentario

Vemos en el modelo que si VC1 invierte en segunda ronda un total de 125.000 euros, el efecto dilución de su participación en primera ronda se compensa totalmente con el porcentaje que recibe en segunda ronda, independientemente de la valoración que tenga la *startup* en segunda ronda. Así, terminará teniendo el mismo porcentaje que tenía en primera ronda, el 25%.

Si introducimos en el modelo un nivel de inversión inferior a esos 125.000 euros en la celda C9, supongamos 100.000 euros, veremos que el porcentaje de VC1 aumenta según va siendo mayor la valoración premoney de la segunda ronda. Esto es así porque al invertir tan poco en segunda ronda, el efecto de su dilución del 25% inicial domina el efecto de porcentaje adquirido en segunda ronda (que es muy bajo). Así pues, VC1 está incentivado en este caso a pelear una mayor valoración por la *startup* en segunda ronda.

Si, por el contrario, introducimos una mayor aportación de fondos en segunda ronda (pongamos 400.000 euros en la celda C9) veremos que a VC1 le afecta el movimiento opuesto. Ahora su peso relativo en segunda ronda es mayor (véanse los porcentajes de la columna H en comparación con el caso anterior) y por ello su porcentaje final disminuye a medida que la *startup* tiene una mayor valoración postmoney.

Todas estas consideraciones valen si lo que cambiamos no es la inversión de VC1, sino la inversión de VC2 (celda C10) manteniendo constante la de VC1. En el fondo lo que estamos modificando es el peso relativo de la participación de VC1 en segunda ronda, y ese es el factor determinante.

Por esta razón el equipo promotor, que siempre está motivado para que la valoración premoney de la segunda ronda sea la máxima posible, debe observar cuidadosamente qué postura adoptará VC1 en la nueva ronda de financiación para conocer qué incentivo tendrá para defender con ellos la máxima valoración posible.

Nota final: independientemente de las consideraciones anteriores, VC1 siempre tendrá que defender una valoración premoney lo suficientemente alta en segunda ronda para dar solidez a la historia que se presenta a VC2, y lo suficientemente baja para asegurar la inversión de este.

En todos los casos anteriores el emprendedor debe tratar por todos los medios que el liderazgo en el proceso de financiación lo asuma el Venture Capital. Hay inversores más activos que otros, inversores más ocupados que otros, inversores con más contactos que otros, etc. En general al Venture Capital le suele dar bastante pereza coger el maletín con el plan de negocio y salir al mercado a buscar fondos para sus empresas participadas. Por supuesto todo Venture Capital sabe no solamente que esta labor forma parte de su trabajo, sino también que es uno de los mayores valores añadidos que puede aportar a su cartera de empresas participadas. Ello no obsta para que el Venture Capital trate de delegar parte del trabajo necesario para conseguir un nuevo inversor en el equipo promotor de la participada, y con seguridad intentará recabar la ayuda de este durante el proceso.

Incentivos para la cooperación

Aparte del cese del promotor como gerente del negocio y del proceso de financiación de la *startup* en una nueva ronda, el aspecto más importante a lo largo de la permanencia del inversor en la empresa es la vigencia del espíritu colaborador entre el emprendedor y el Venture Capital. En 1986, Timmons y Bygrave realizaron un estudio econométrico en el que se demostró que una relación cooperadora entre el emprendedor y el Venture Capital era más importante para la marcha de las *startups* que la propia provisión de fondos.² Parece extraño cuestionarnos la pervivencia de ese afán cooperador entre el equipo promotor y el inversor, puesto que los intereses de ambas partes parecen estar perfectamente alineados en el momento en que se produce la inversión. En efecto, es interés de todos conseguir que el negocio crezca lo máximo posible y que el valor de la empresa aumente de manera rápida.

2 Timmons, J. y Bygrave, W. 1986. «Venture Capital's Role in Financing Innovation for Economic Growth». *Journal of Business Venturing*, 1: 161-176.

Ahora bien, lo que en un primer momento parece ser interés común, posiblemente luego deje de serlo, pues a lo largo de la permanencia del inversor en la empresa ambas partes velarán por sus intereses particulares, y el objetivo número uno del inversor de capital riesgo es deshacer su posición en un plazo razonable y obtener una cuantiosa plusvalía. Tal fin en ocasiones desalinea los intereses de las dos partes, de forma que la cooperación se rompe.

En un reciente estudio acerca de las experiencias de los empresarios españoles con capital riesgo realizado en ESADE y coordinado por el profesor Santiago Simón,³ se puede comprobar cómo la principal causa de discusión entre el empresario y el inversor radica en la visión cortoplacista de este, justificada por su necesidad de salir de la empresa en un plazo determinado. Así, «mientras el empresariado hace gestión estratégica y quiere posicionar su empresa de cara al largo plazo, la empresa de capital riesgo quiere invertir la tesorería en aquello que produzca resultados de cara a la desinversión». La vía de conflicto que a juicio de los empresarios emerge en estos casos se refiere pues al distinto horizonte temporal que ambas partes se fijan para permanecer en el negocio.

Un empresario entrevistado en el estudio lo manifiesta en los siguientes términos: «hay intereses alineados que es [sic] el de los resultados, ahí estamos totalmente de acuerdo, pero cómo conseguir más resultados, ahí ya no. Uno prefiere esto no me lo toques, déjame y el otro prefiere asumir el riesgo a perder algo si es necesario para en el futuro ser más. La mentalidad del empresario, en ese sentido, y la mentalidad del financiero son dos cosas distintas. Entonces, en una empresa tiene que compaginarse una función financiera fundamental, lógicamente, eso no vamos

3 El informe coordinado por el profesor Simón está orientado a operaciones de capital riesgo de mayor tamaño, esto es, las realizadas por los fondos de *Private Equity*. No obstante es un documento de obligada lectura para los emprendedores que estén considerando la vía de financiación mediante Venture Capital, pues las lecciones que ofrece son, en buena parte, de aplicación al caso que nos ocupa. Este estudio puede encontrarse *online* en: <http://www.esade.edu/pfw_files/cma/GUIAME/Ficheros1/ctcecr.pdf>.

a ponerlo en duda, fundamental la función financiera pero hace falta todo lo que es la visión, la estrategia».

Este estudio y las opiniones que en él se incluyen están referidos principalmente a empresas de cierto tamaño. Siguiendo este punto de vista, la relación entre el emprendedor y el Venture Capital sería prácticamente imposible, pues precisamente la gestión estratégica enfocada en el crecimiento es la razón de ser de la *startup*, y si es cierto que el Venture Capital opta por dedicar los esfuerzos de la empresa a generar resultados a corto plazo para conseguir un mejor precio de salida, entonces nunca habrá posibilidad de llegar a ningún entendimiento.

En realidad esta visión de los empresarios o emprendedores no es correcta. Como vimos, la valoración financiera de un negocio no tiene en cuenta únicamente los logros ya alcanzados o alcanzables a corto plazo. Cuando se vende una empresa se está vendiendo una expectativa de crecimiento del negocio de más largo recorrido, y así todo aquello que genere valor para la empresa será beneficioso para el inversor, ya que en cierta medida repercutirá en el precio que pague el nuevo comprador.

Esta es la respuesta que dan las entidades de capital riesgo cuando se les cuestiona la visión cortoplacista de la estrategia que presuntamente defienden en sus empresas participadas. La realidad, como la virtud, posiblemente se encuentre en el medio. No parece lógico suponer que un Venture Capital sacrifique unas oportunidades de crecimiento importantes a largo plazo para mantener un endeudamiento o un saldo de caja determinados. Como tampoco parece lógico pensar que próximos a una salida, el inversor adopte medidas arriesgadas que puedan traer a futuro beneficios, pero que hoy penalizan excesivamente la situación del negocio.

Conociendo estos incentivos y motivaciones podríamos analizar el comportamiento racional de las partes empleando teoría de juegos. Lo que buscamos es una estrategia óptima de comportamiento de cada jugador (emprendedor y Venture Capital), habida cuenta de los intereses y ganancias de cada uno de ellos. Este comportamiento estará referido al espíritu cooperador que mencionamos anteriormente.

Los investigadores han propuesto dos tipos de juegos para analizar el comportamiento esperado de un emprendedor y un Venture Capital racionales. El primero de ellos es el juego del mandante y el agente, en el que se estudia la voluntad coooperadora de un agente al que se le encarga un trabajo del que el mandante obtendrá los beneficios. En este juego se consideraría que el emprendedor es un agente del Venture Capital, puesto que este invierte en aquel para que le consiga rendimientos gracias al crecimiento de la *startup* que el emprendedor pondrá en marcha (recordemos la metáfora del jinete y el caballo). El juego del agente en el ámbito de la relación entre el Venture Capital y el emprendedor ha sido analizado por numerosos autores,⁴ pero podemos desechar sus propuestas de solución, ya que en la relación entre ambos actores no se dan dos puntos de partida básicos del juego: por una parte, no hay jerarquía entre el emprendedor y el Venture Capital, y por otra, el juego no permite la posibilidad de que el mandante pueda adoptar una estrategia de no-cooperación, como sí ocurre en la práctica.⁵

El segundo juego sí que plantea una situación muy interesante de analizar. Se trata del dilema del prisionero. El dilema del prisionero es un juego muy conocido en el que se analiza el interés por colaborar de dos jugadores que deben decidir si cooperan o no cooperan, pero teniendo que tomar su decisión sin comunicarse y sin conocer la postura que adopta el otro. La ganancia que obtiene cada jugador en el juego depende no solo de su estrategia, sino de la estrategia del otro jugador.

Pongamos un ejemplo. Supongamos dos jugadores, el jugador A y el jugador B. Cada uno tiene dos opciones, colaborar o no colaborar. En la siguiente matriz se muestran las ganancias en millones de euros que obtienen en cada una de las cuatro

4 Amit, R., Glosten, L., y Muller, E. 1990. «Entrepreneurial Ability, Venture Investments and Risk Sharing». *Management Science*, 38 (10): 1.232-1.245.

5 Véase además: Arthus, J. y Busenitz, L. 2003. «The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist / Entrepreneur Relationship». *Entrepreneurship Theory and Practice*. Invierno: 145-162. En su artículo se sostiene que la teoría de agencia es válida en el caso del emprendedor y el Venture Capital, pero solo antes de la inversión de este.

situaciones que pueden producirse (ninguno colabora, los dos colaboran, sólo colabora A o sólo colabora B).

Jugador A / Jugador B	Colabora	No colabora
Colabora	5, 5	0, 10
No colabora	10, 0	2, 2

La matriz indica que si los dos jugadores colaboran, cada uno gana 5 millones de euros. Si solamente colabora uno de ellos, supongamos que colabora A y B no colabora, entonces el que no colabora (B) gana 10 millones y el que sí colabora (A) no gana nada. Si ninguno de los dos colabora entonces ambos perciben 2 millones de euros cada uno. En definitiva, es mejor que los dos colaboren a que no lo haga ninguno. Pero si uno de ellos lo hace, el otro haría mucho mejor no haciéndolo.

Si los jugadores pudiesen observar el comportamiento del otro antes de decidir, entonces el problema sería banal. También se resolvería el problema si los jugadores pudiesen decidir conjuntamente y observar el cumplimiento del pacto asegurándose de que cada uno elige lo convenido.

Sin embargo, el juego supone que las decisiones se toman privadamente y hasta que no se materializan no se conoce qué estrategia siguió el otro jugador. Por esta razón examinaremos cuál es la «solución» del juego, estableciendo el equilibrio de Nash.⁶

Supongamos que somos el jugador A. Siendo el jugador A podemos pensar lo siguiente: «Tenemos dos alternativas, que el jugador B decida colaborar o que decida no colaborar. Pongamos que B elige colaborar, ¿qué me interesa en ese caso? Me interesa no colaborar, puesto que así gano 10 millones en lugar de 5. Si por el contrario B escoge no colaborar, ¿qué tengo que hacer?

6 En el equilibrio de Nash ninguno de los dos jugadores tiene interés en desviarse de su estrategia pues, independientemente de lo que haga el oponente, su posición en tal equilibrio no podrá mejorar.

Nuevamente yo tengo que no colaborar, puesto que si colaboro me quedo sin nada y si no colaboro por lo menos consigo 2 millones de euros».

Fijémonos bien en el razonamiento de A. Haga lo que haga B, su mejor estrategia es no colaborar. Y lo mismo podemos decir de B, porque el juego es simétrico (tiene los mismos pagos para todos los jugadores). Haga lo que haga A, lo mejor que puede hacer es no colaborar. El equilibrio de Nash del juego es: «A no colabora y B no colabora».

Sin embargo, si analizamos esta solución vemos que no es eficiente. En el equilibrio los jugadores se reparten 4 millones de euros (2 millones cada uno), cuando en el juego es posible ganar 10, repartiéndoselos equitativamente si los dos deciden colaborar.

Ejemplo

Dos delincuentes, A y B, son apresados por la policía y confinados en celdas distintas sin posibilidad de comunicarse. La policía interroga separadamente a ambos. Si ninguno de los dos detenidos confiesa, no tendrá ninguna prueba sólida y solo podrá acusarles de un delito menor penado con un año de cárcel. Así que la policía les ofrece un acuerdo: «si tú confiesas y tu compañero no, le caerá a él toda la pena (cinco años) y tú saldrás en libertad». En caso de que ambos confiesen los dos detenidos serán condenados a tres años de cárcel.

Comentario

La matriz sería:

Detenido A / Detenido B	Confiesa	No confiesa
Confiesa	3, 3	0, 5
No confiesa	5, 0	1, 1

Fijémonos que en este ejemplo lo que hay dentro de la matriz no son millones de euros, sino años de cárcel, así que la posición de los jugadores mejora cuanto menor es el valor que finalmente obtienen.

La solución «colaboradora» en este juego es «no confesar», ya que si la ponen en práctica ambos detenidos irán solo un año a la cárcel. Nos damos cuenta de que cada detenido, con independencia de lo que haga el otro, está mejor confesando, con lo que al final ambos van tres años a la cárcel. En efecto, supongamos que somos el detenido A. Si B confiesa, a nosotros nos conviene confesar también y estar con él tres años en la cárcel antes que cinco años solos. Si B no confiesa, nos interesa también confesar y salir libres.

En un conocido artículo de 1997, Cable y Shane⁷ aplican el dilema del prisionero a las relaciones entre un emprendedor y un Venture Capital que ha invertido capital en su *startup*. Para ello definen qué implica una estrategia colaboradora y no colaboradora para cada jugador. Ser colaborador se entiende como ser leal al socio durante todo el tiempo que dure la relación, mientras que adoptar una estrategia no colaboradora implica adoptar decisiones que benefician únicamente a una parte, perjudicando a la otra o incluso a la sociedad.

Mencionaremos a modo de ejemplo algunas actitudes no colaboradoras:

- El emprendedor que, teniendo conocimiento de una nueva oportunidad de negocio de alto potencial, ve que seguir adelante con el proyecto actual en el que ha invertido el Venture Capital tiene un elevado coste de oportunidad. Podría entonces abandonar la *startup* y dedicar su tiempo y energías a ese nuevo negocio.
- El Venture Capital que, viendo próxima su salida, fuerza la adopción de medidas financieras que maximicen el valor actual del negocio, pero que cierran la puerta a un mejor progreso a largo plazo.

7 Cable, N. y Shane, S. 1997. «A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships». *The Academy of Management Review*, 22 (1): 142-176.

- El Venture Capital que, pudiendo participar en una nueva ronda de financiación al disponer de fondos, prefiere emplear estos en otra oportunidad que a su juicio es más atractiva.
- El emprendedor que, ante la próxima revisión de hitos que decidirá si percibe determinada retribución o se aumenta la inversión del Venture Capital, opta por ocultar o falsear determinadas informaciones al inversor.

En general, Cable y Shane arguyen que la parte que dispone de malas noticias sobre el negocio está incentivada para adoptar posturas no colaboradoras y así obtener beneficios a corto plazo en detrimento de la otra parte. Una situación así es entonces modelable con el dilema del prisionero, y sabemos que en tales circunstancias es lógico esperar un comportamiento no cooperador por parte de los dos jugadores. En efecto, si por ejemplo el Venture Capital está convencido de que el emprendedor está ocultando información actuará con cautela reduciendo su nivel de compromiso con la sociedad (no invirtiendo más dinero, por ejemplo), con lo que el equilibrio no-cooperar/no-cooperar ya se ha alcanzado. Ninguna de las partes podrá salir de él pues ello supondría ver aún más perjudicada su posición en el juego.

La cuestión es entonces encontrar la manera de evitar que el equilibrio no cooperador sea el elegido por los jugadores. ¿Cómo conseguir que tanto el emprendedor como el Venture Capital cooperen durante la permanencia de este en la sociedad? Existen tres fórmulas que examinaremos a continuación.

La primera de ellas consiste en modificar los números de la matriz, es decir, cambiar el sistema de pagos de las estrategias de los jugadores de manera que la opción «no-cooperar» deje de ser preferida. Supongamos que en la matriz del principio el jugador que no colabora debe pagar una multa de 6 millones de euros. Entonces la matriz quedaría así:

Jugador A / Jugador B	Colabora	No colabora
Colabora	5, 5	0, 4
No colabora	4, 0	-4, -4

Los pagos han cambiado, de manera que ahora si nosotros somos el jugador A pensamos: si B colabora me interesa colaborar a mí también y ganar 5 millones en vez de 4. Y si B no colabora me interesa seguir colaborando y no ganar nada antes que perder 4 millones (los 2 que ha ganado menos los 6 de multa que tengo que pagar).

En el fondo lo que hemos hecho es dar la vuelta al calcetín, y convertir el dilema del prisionero en otro juego en el que ambos no tienen otro incentivo que el de colaborar.

¿Puede aplicarse esta solución al juego del emprendedor y el Venture Capital? Sí, precisamente con el acuerdo de inversión. De ese acuerdo se derivan incentivos y penalizaciones por incumplimiento que hacen que la estrategia no colaboradora deje de ser la preferida por las partes puesto que conllevará el traspaso de rentas desde el incumplidor a la parte de buena fe.

Una segunda forma de huir del dilema del prisionero consiste en hacer visibles en todo momento las elecciones de los jugadores. Como se ha indicado anteriormente, uno de los ingredientes básicos del dilema consiste en la imposibilidad de saber qué ha elegido el otro jugador en el momento en que nosotros tenemos que elegir. Si el velo se cae y podemos entonces saber en todo momento si el Venture Capital está actuando de manera colaboradora, y el inversor es capaz de ver si nosotros también lo estamos haciendo, resulta mucho más incómodo llegar al equilibrio de no colaboración pues ya implica cierto dolo o voluntad explícita de dañar al otro socio.

La manera de hacer transparentes las elecciones de cada jugador en el entorno de la relación del Venture Capital con el emprendedor consiste en cumplir todos los requisitos de información que suele solicitar el inversor en el acuerdo de inversión y, por parte del Venture Capital, informar de manera diligente de

todas las situaciones que afecten a la sociedad y de las que tenga conocimiento privativo el inversor.

El tercer sistema de aseguramiento de la actitud colaboradora tiene que ver con la repetición del juego. El dilema del prisionero, tal y como se ha expuesto hasta ahora, es un juego que se juega una sola vez. Cada jugador elige su estrategia, se recibe un pago de la matriz y se termina el juego. Sin embargo, cuando el juego debe jugarse repetidamente, es posible que los jugadores prefieran labrarse una reputación y opten así por abandonar la estrategia no colaboradora y prefieran repartirse el botín que ofrece la alternativa «colaborar/colaborar» antes que traicionar al otro y verse abocados indefinidamente a conformarse con el premio de consolación de «no colaborar/no colaborar».

Han sido muchos los estudios y experimentos que se han realizado para comprobar si un dilema del prisionero jugado muchas veces lleva a las partes a colaborar o traicionarse. No citaremos aquí una extensa bibliografía.⁸ Digamos que en general, si los jugadores desconocen el número de veces que van a repetir el juego (esto es, la duración del juego es indefinida), el equilibrio «colaborar/colaborar» suele ser mayoritariamente jugado.

En efecto, las interacciones repetidas entre los jugadores permiten señalar un comportamiento coherente, que si es colaborador ofrece al otro jugador confianza para que en la próxima repetición del juego él colabore también, puesto que «ya ves que yo siempre lo hago».

Esta actitud, aparte de racional desde el punto de vista económico personal de los jugadores, tiene que ver también con la imagen de estos de cara al exterior. En el fondo, se trata de construir una reputación. En el caso del Venture Capital este asunto es esencial. El Venture Capital es un inversor profesional y de su reputación depende que pueda conseguir fondos de partícipes, que se gane la confianza de emprendedores «estrella»

8 Valga por ejemplo: Kreps, D.; Milgrom, P. y Roberts, J. «Rational Cooperation in the Finitely Repeated Prisoners' Dilema». *Journal of Economic Theory*. Volumen 27, n.º 2, agosto de 1982: 245-252.

con buenos proyectos, que pueda colaborar con empresas del sector, etc. Por ello, y aunque a corto plazo le resulte atractivo no colaborar con algún emprendedor para beneficiarse, a largo plazo esta decisión tendrá graves consecuencias para su posición en el mercado, de manera que «no colaborar» para el Venture Capital tiene un coste extra: pérdida de prestigio.

Para el emprendedor también sirve el argumento anterior, pues en un sector tan pequeño y con las estrechas relaciones que se establecen entre sus actores, el capital riesgo puede cerrar definitivamente sus puertas al promotor que deja de cooperar con el Venture Capital que confió en él, de manera que la ganancia a corto plazo que consiguió con la «traición» la pagará sobradamente en el futuro.

El tema de la reputación se aprecia con gran detalle en un tercer tipo de juego que propongo aplicar a las relaciones entre emprendedor y Venture Capital y que, a mi juicio, explica aún mejor la naturaleza de las relaciones de estos dos socios. El juego se denomina en inglés *trust game* y aquí lo denominaremos el «juego de la confianza».

En el juego de la confianza hay dos jugadores, el Venture Capital y el emprendedor. A diferencia del dilema del prisionero los jugadores no deben decidir su estrategia estando aislados, sino que lo hacen de manera pública: todos ven lo que hacen todos. La cuestión está en que las decisiones no se toman al mismo tiempo, sino que primero juega uno y luego lo hace otro. Planteemos un juego de dos secuencias y luego lo complicaremos con una tercera.

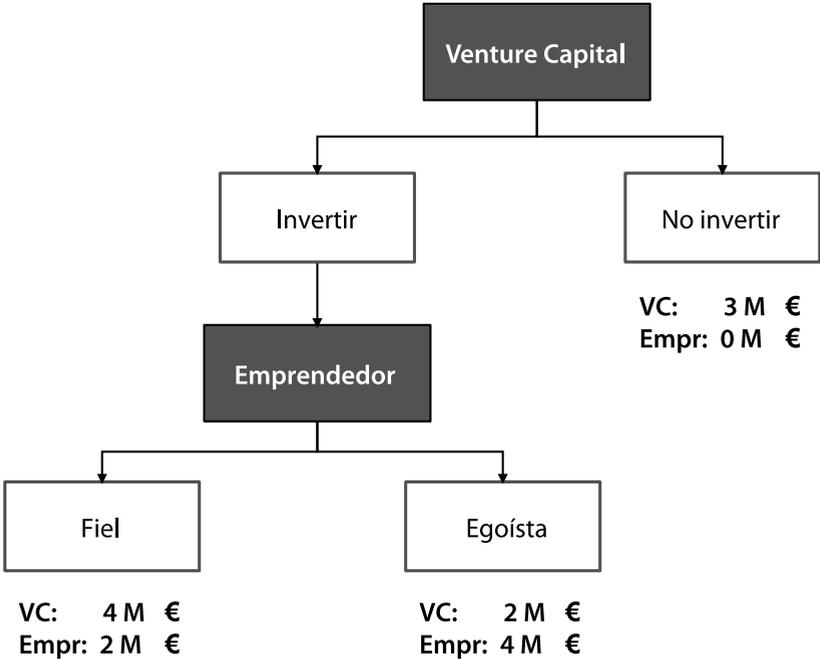
Supongamos que Venture Capital juega primero y tiene dos opciones, invertir o no invertir en la empresa del emprendedor. Si no invierte puede destinar esos fondos a otra empresa y supondremos que gana 3 millones de euros, mientras que nuestro emprendedor ni gana ni pierde nada. Ahora bien, si Venture Capital decide invertir, entonces su ganancia dependerá de lo que haga el emprendedor, que puede comportarse como un socio fiel o no hacerlo.

Cuando le toca jugar al emprendedor este ya sabe que Venture Capital ha optado por invertir (si no lo hace, el juego ha-

bría terminado sin que él hubiese tenido la opción de jugar). El emprendedor debe optar entre dos estrategias: ser un socio fiel o no serlo. Si decide ser un socio fiel hará ganar 4 millones de euros al Venture Capital, y él obtendrá 2 millones. Si en cambio decide ser un socio ventajista dispuesto a manejar la información a su conveniencia, entonces su ganancia será de 4 millones de euros y la del Venture Capital se reducirá a 2 millones. El juego de la confianza puede representarse gráficamente con un árbol tal y como se muestra en este gráfico.

El juego de la confianza

Emprendedor y Venture Capital deciden una sola vez



¿Qué debe hacer Venture Capital, que es el que juega primero? Venture Capital sabe que si no invierte en este emprendedor podrá hacerlo en otro y conseguir 3 millones de euros. Si

decide invertir es porque confía en que el emprendedor será fiel y le hará ganar 4 millones. Ahora bien, Venture Capital debe anticipar lo que hará el emprendedor. Cuando le toque elegir a este, ¿se conformará con ganar 2 millones para que el inversor se lleve 4 o decidirá llevarse él los 4 millones dejando entonces al inversor con 2?

La teoría de juegos indica que, jugado una sola vez el juego de la confianza, el emprendedor debería comportarse de manera egoísta y quedarse con los 4 millones, de manera que el Venture Capital no invertiría y así ganaría 3 millones en lugar de 2. Esta desoladora conclusión haría que en un mundo de actores racionales la confianza expresada en los términos del juego sería imposible.

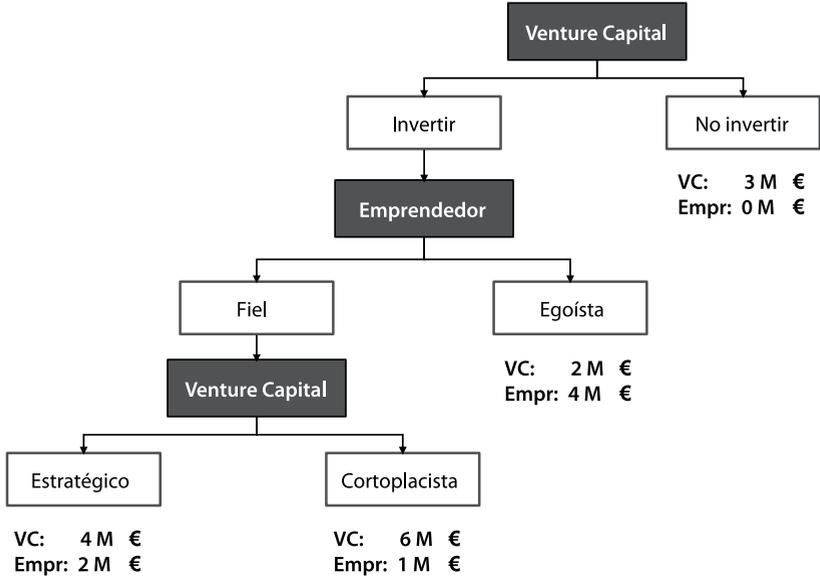
Si trasladamos el juego descrito a la vida real, la única razón por la que el Venture Capital podría invertir es esperar que su demostración de confianza en el emprendedor sea correspondida por este, de manera que el promotor se conforme con ganar menos de lo que podría obtener siendo ventajista (mejor que nada, que es lo que obtiene si el Venture Capital no invierte) y le haga al inversor percibir una cantidad mayor.

Pero compliquemos algo más el juego. Supongamos que después de jugar el emprendedor vuelve a hacerlo el Venture Capital, de manera que si aquel sigue una estrategia colaboradora el Venture Capital puede elegir entre asumir una visión cortoplacista (no colaborar) o estratégica (colaborar). En el primer caso, en vez de 4 millones el Venture Capital gana 6, y el emprendedor solamente 1. En el segundo caso, el Venture Capital gana sus 4 millones y el emprendedor 2. En caso de que el emprendedor siga una estrategia no colaboradora, Venture Capital no juega, quedándose con los pagos apuntados al principio (4 millones para el emprendedor y 2 millones para el Venture Capital).

Este juego lo representamos con el árbol del cuadro siguiente:

El juego de la confianza

El Venture Capital decide dos veces



Tal y como hemos definido el juego, ahora la confianza circula en ambos sentidos. El Venture Capital sabe que el emprendedor es consciente de que el inversor será el que tenga la última palabra en caso de que él opte por comportarse de manera fiel. El emprendedor puede pensar entonces que el Venture Capital razonará del modo siguiente: «en cierto sentido me es lícito ser cortoplacista, pues aún así el emprendedor percibe un millón de euros, lo cual es más de lo que recibiría si opto por no invertir (en cuyo caso no gana nada)». Ante este razonamiento, y considerando que en todo caso el Venture Capital que observa un comportamiento fiel del emprendedor está incentivado a ser cortoplacista y ganar más dinero, lo lógico es pensar que el emprendedor se ve en la misma disyuntiva del caso anterior, con la diferencia de que si se mantiene fiel espera que el Venture Capital corresponda esta fidelidad con una visión estratégica.

Hemos empleado dos veces el verbo «corresponder». Decimos que el emprendedor corresponde la confianza del Venture

Capital al invertir siendo fiel, y que se espera que el Venture Capital corresponda la fidelidad del emprendedor con una visión estratégica. Subyace a estos razonamientos una concepción de justicia que es totalmente ajena a la teoría de juegos, pero que se observa repetidamente en las interacciones humanas.

Esta justicia tiene que ver también con la reputación que los jugadores desean construir en su relación mutua, de manera que esta les permita luego afrontar futuros juegos de la confianza con más garantías. Efectivamente, cuando un emprendedor juega el juego de la confianza con un Venture Capital que tiene un largo historial de relaciones positivas con otros emprendedores puede sentirse seguro de que siguiendo una estrategia fiel el Venture Capital mantendrá su ganancia mediante una elección «estratégica».⁹

Todas estas reflexiones sobre las estrategias del emprendedor y el Venture Capital como partes de un juego son muy útiles para entender la naturaleza de la relación entre ambos durante el tiempo en que el inversor permanece en el capital de la sociedad participada. Durante ese período, los socios podrán tomar decisiones que afecten las ganancias de la otra parte en situaciones en las que los intereses posiblemente no estén perfectamente alineados. Tanto el dilema del prisionero como el juego de la confianza, si bien ofrecen unos equilibrios teóricos contrarios a la actitud colaboradora, nos permiten comprobar cómo las actitudes egoístas solo ofrecen ventajas a corto plazo y en situaciones en las que la reputación y el prestigio profesional no son relevantes. Por tal motivo, y como conclusión a este capítulo sobre convivencia, debe afirmarse tajantemente que estas actitudes en la esfera de la financiación de la *startup* deben ser descartadas.

9 Un sistema similar es el que utiliza eBay con las votaciones de los usuarios. Cuando un comprador y un vendedor realizan una transacción ambos pueden votar al otro positiva o negativamente, dependiendo de cómo se haya comportado en la transacción. Cuando un comprador se plantea hacer una operación con un vendedor que no conoce siempre tiene la duda de si tal vendedor se comportará bien (colaborará) o le engañará (no colaborará). El comprador puede entonces mirar sus votos, y si son mayoritariamente positivos lo hará con más confianza. Esa es la razón por la que los compradores y vendedores de eBay tienen mucho interés en tener un historial de votos muy positivo, pues de esa manera se construyen una reputación que les facilita hacer operaciones más adelante con usuarios que no les conocen.

La salida del inversor

Delimitación del concepto

Todo inversor de capital riesgo es, por definición, un inversor financiero. Esto significa que cuando decide aportar capital a una empresa determinada su finalidad es conseguir la mayor rentabilidad posible de esos fondos. Las dos formas por las que un inversor puede conseguir un beneficio económico de su inversión en la sociedad participada son, por un lado, la percepción de dividendos y, por otro, la venta de su porcentaje del capital por un precio superior al pagado por él, de manera que obtenga así una plusvalía. A esta venta la denominamos «salida».

Lógicamente el Venture Capital, como inversor de capital riesgo, nunca renunciará a los dividendos que pueda percibir, pero su vía natural de obtener un retorno de su inversión es la venta de su porcentaje. Y digo que esta vía es «natural» porque el inversor financiero, al contrario que el industrial, no busca en la participada una vía de incrementar la riqueza de su grupo empresarial y, por consiguiente, antes o después llegará el momento en que su presencia en el capital de la participada deje de tener sentido para

él. En otras palabras, las inversiones de las entidades de capital riesgo tienen un horizonte temporal determinado.

Así, el momento de la salida es para el inversor de capital riesgo el más importante de toda la operación. El éxito del equipo gestor, en caso de tratarse de un fondo, se mide por la cantidad y calidad de salidas, no de entradas. Hacer una buena entrada, esto es, invertir en buenas condiciones en una empresa atractiva, es condición necesaria para obtener buenos rendimientos para los partícipes. Pero hacer buenas salidas suele ser condición suficiente para el objetivo anterior.

Ahora bien, en primer lugar es preciso delimitar el concepto «salida». Hablamos de salida cuando el inversor sale totalmente del capital de la sociedad, y para ello la operación que debe formalizarse es una compraventa. Por tanto, una nueva ronda de financiación en la que el Venture Capital se diluya no es una salida, aunque tal dilución lo deje con un porcentaje insignificante del capital. Salir es vender, aunque sea perdiendo dinero.

Es cierto que una ronda de financiación puede incluir una salida, pero no es imprescindible. Si, por ejemplo, se hace una ronda y el nuevo inversor aporta 5 millones de euros, de los cuales 1,5 se destinan a comprar la participación de un socio financiero para permitirle salir y los restantes 3,5 millones de euros a financiar el crecimiento de la empresa, entonces sí estaríamos hablando de una salida. En consecuencia, todo el tratamiento de las segundas, terceras y demás rondas de financiación no tendrán la consideración de «salida» en tanto en cuanto no incluyan la venta íntegra del porcentaje del inversor a un tercero.

Factores facilitadores

Al comentar la entrada del Venture Capital en la *startup* se mencionó que uno de los factores clave que el inversor analizará para decidir si invierte o no es la facilidad con la que posteriormente pueda salir de la empresa. Cuando se hace un análisis semejante, el inversor hace frente a acontecimientos futuros muy inciertos, de manera que lo único que puede hacer es constatar la presen-

cia de determinados elementos que, si se verifican, aumentan la probabilidad de que se produzca la salida. Algunos de estos factores facilitadores son:

Liquidez del sector

Se trata simplemente de que en el sector donde opera la empresa sea más o menos frecuente la compraventa de sociedades. Hay sectores más líquidos que otros, y las razones son diversas.

En el caso de las *startups* los principales motivos por los que un sector es líquido se derivan, por un lado, de la concentración empresarial y, por otro, del alto riesgo y coste de la I+D+i. Si determinado sector se está concentrando en torno a unas pocas empresas de gran tamaño, lo normal es que la vía de crecimiento disponible, una vez que se agoten otras fuentes competitivas, sea la adquisición de cuota mediante la compra de otras empresas. Así pues, en estos sectores, ser una empresa de nicho con una cartera de clientes interesante y determinadas ventajas en términos de producto o tecnología, hace a tal sociedad un objetivo apetecible para estas grandes compañías.

Por otro lado, en sectores en los que la disponibilidad de tecnología punta supone la principal ventaja competitiva, las empresas se ven obligadas a invertir elevadas cantidades en I+D+i. En la medida en que estos proyectos de investigación tengan un éxito muy incierto (por ejemplo, biotecnología), las grandes corporaciones tendrán un gran interés en dejar que otras empresas pequeñas desarrollen la tecnología y destinar así sus fondos a la compra de aquellas sociedades que hayan tenido éxito y dispongan de un producto interesante. De esta manera invierten las mismas cantidades que invertirían si investigasen por sí mismas, pero el éxito está más asegurado, puesto que solo se comprarán las empresas que sean titulares de tecnologías ya probadas.

Este tipo de salidas está, pues, dirigido a adquirentes industriales, entendiendo por industrial la compañía que compite en el sector y ve la compra de la participada como una inversión que beneficiará la estrategia global de su grupo empresarial.

¿Cómo puede uno saber si su sector es líquido? La mejor manera de hacerlo es observar la frecuencia con la que se realizan o se han realizado compraventas de empresas, no solo entre compañías nacionales, sino también extranjeras, puesto que el mercado de las adquisiciones de empresas es un mercado globalizado. Tal información se puede encontrar en bases de datos especializadas.

Eso sí, esta frecuencia observada nos da una medida de la liquidez del sector en el momento actual, pero no del momento en que el socio financiero piensa salir. Cuando analiza la liquidez del sector, el inversor debe hacerse una composición de lugar acerca de la situación del mercado en ese momento, teniendo en cuenta tanto las consideraciones anteriores (concentración empresarial, tecnología cara y arriesgada como factor diferencial) como la situación económica general.

Esta situación económica general es el contexto en el que se desenvuelve todo lo demás. Por muy líquido que sea un mercado, si la coyuntura está azotada por una crisis que, por ejemplo, dificulta a las grandes empresas el acceso al crédito o castiga sus cuentas de resultados de manera que sus inversores sean reacios a aportarles más fondos, lo normal es que el número de operaciones de compraventa se vea afectado y las salidas sean una cuestión utópica.

Recorrido de la empresa en el momento de la salida

El inversor que se plantea la entrada en el capital de una participada se cuestionará si, llegado el momento de su salida, la empresa tendrá aún potencial para crecer ulteriormente o si, por el contrario, habrá llegado a un tamaño «máximo» y a partir de entonces el crecimiento será limitado. En el primer caso, en que la participada puede aún acceder a un nivel mayor de ingresos, activos, etc., existe la posibilidad de que otro inversor financiero se sienta dispuesto a recorrer tal camino y capturar las ganancias que ese crecimiento potencial ofrecerá a los accionistas y socios de la compañía.

Se abre pues la posibilidad de que la salida del inversor de capital riesgo se produzca gracias a la entrada en el capital de otro inversor de capital riesgo de mayor tamaño que, aparte de aportar financiación a la sociedad para que consiga los objetivos de su plan de negocio, pague al inversor actual el precio de sus acciones o participaciones.

Por todo lo anterior, el inversor de capital riesgo que analiza la oportunidad de inversión en una empresa cualquiera valorará las posibilidades de crecimiento posterior de la compañía cuando llegue el momento de su salida para saber hasta qué punto esta misma empresa será dentro de unos años un objetivo apetecible para otro socio financiero de mayores dimensiones.

Reservas de la empresa en el momento de la salida

Es posible que cuando llegue el momento en que el inversor se plantee la venta de su porcentaje en la participada, esta haya generado un importante patrimonio en forma de beneficios no distribuidos o reservas. En la medida en que la empresa haya tenido éxito durante los años en los que ha estado presente el inversor, quizá se haya abierto la posibilidad de financiación bancaria, con lo que la salida del inversor puede ser realizada mediante lo que se denomina una «compra apalancada».

Nos ocuparemos en un apartado posterior de este tipo de operaciones. Por ahora indicaremos que se trata de la venta del porcentaje del inversor en el que el comprador paga a este sus acciones con dinero obtenido por la propia empresa de una entidad de crédito. Así, pues, el comprador adquirirá una compañía ahora endeudada, pero en la que el capital ya no pertenece al vendedor, sino a él mismo. Será la empresa la encargada de ir pagando la deuda con la caja que sea capaz de obtener en sus operaciones. Lo lógico es que el comprador sea bien el empresario, bien el equipo directivo que gestionará la empresa.

Tamaño suficiente para la salida al mercado bursátil

Si la empresa participada llega a adquirir un determinado tamaño y las expectativas del negocio hacen que sea lo suficientemente atractivo como para que los valores que representen su capital sean admitidos a negociación en el mercado secundario, entonces es posible plantearse la salida a bolsa de la empresa.

Esta alternativa es sumamente atractiva, puesto que permite al empresario mantener el control de la sociedad, al ser asumida la participación del capital riesgo por cientos de pequeños inversores. Además, ese mismo empresario puede obtener liquidez de sus propias acciones vendiendo una parte de ellas.¹

El capital riesgo de cierto tamaño que invierte en fases posteriores de desarrollo sopesa las posibilidades que hay de sacar a bolsa la empresa, y si estas son muchas entonces el atractivo de la operación es mayor, puesto que con las salidas a bolsa los retornos obtenidos por el capital riesgo son cuantiosos.

Recapitulando todo lo anterior:

Tipo de factor	Oportunidad	Adquirente objetivo
Liquidez del sector	Sector en el que las operaciones de compraventa de empresa son frecuentes.	Industrial
Recorrido por conseguir	Potencial de la empresa de crecer aún más y generar más valor para sus accionistas o socios.	Financiero
Reservas de la empresa	Generación de un importante patrimonio que avale la solvencia de deuda para pagar al inversor su porcentaje en el capital.	Socios actuales o directivos
Tamaño suficiente	Salida a bolsa de la empresa.	Múltiples inversores

1 Existen reglas que restringen la venta de acciones por parte de los propietarios de las empresas que salen a bolsa.

Aplicación concreta a las *startups*: dificultades

Hasta ahora hemos realizado una serie de consideraciones que son de aplicación a toda operación de capital riesgo. Sin embargo debemos tratar en este libro la salida desde el punto de vista de la *startup*, la cual presenta unas características distintas al caso de las operaciones de mayor envergadura típicas de los fondos de *Private Equity*. Y además ese tratamiento debe ser especialmente aplicable al caso español, tan distinto del principal referente del Venture Capital, el norteamericano.

Así, y volviendo al cuadro anterior, lo normal, aunque paradójico, es que la mayor parte de las salidas se produzca mediante la venta de la participada a otra empresa del sector, es decir, a un industrial. Y digo «paradójico» porque debiera ser más habitual que, tratándose de un inversor que entró en el capital de la sociedad cuando esta iniciaba sus actividades, la salida lógica del Venture Capital fuese la indicada en la segunda entrada del cuadro: «recorrido por conseguir». Efectivamente, si el Venture Capital aportó capital para hacer que el negocio diese sus primeros pasos y pudiese posicionarse para crecer aún más después de la salida del inversor, lo justo sería que un nuevo socio financiero de mayor tamaño le comprase su participación y asumiese la tarea de llevar la empresa al siguiente nivel.

Lo anterior sería lo lógico, pero sucede que en España los Venture Capital se encuentran con grandes dificultades para conseguir la salida mediante la entrada de otro financiero que tome su posición. Se ha extendido en nuestro país la peligrosa práctica por parte de los fondos de capital riesgo de imponer a los inversores de rondas anteriores su permanencia en el capital de la participada cuando ellos invierten en una ronda posterior, de manera que el dinero que ellos aportan se destine íntegramente a financiar la empresa y no a pagarles su porcentaje y permitirles salir de la *startup*.

Si bien estos inversores de rondas posteriores justifican su postura argumentando que la permanencia de ese primer inversor no solo les hace tener más confianza en el proyecto, sino que además permite que todo el dinero de la ronda se dedique a generar

valor para todos los socios, esta práctica socava el principio básico de la inversión de capital riesgo: la posibilidad de realizar un retorno de los fondos aportados en una oportunidad de negocio en un momento concreto.

Obligando al inversor de primera o segunda ronda a permanecer en el capital más allá de lo razonable, le pone en una situación muy complicada. En primer lugar, le hace asumir un riesgo que no le corresponde. Si el perfil del inversor es «semilla», es decir, proporciona recursos a unos promotores para que conviertan su idea en una empresa, el riesgo que asume está acotado a esa fase de arranque. Si la empresa la supera y entra en una nueva fase de consolidación, con nuevas opciones y necesidades financieras, es justo que tal inversor semilla vea retribuido su esfuerzo inversor y es igualmente justo que la empresa sea llevada por otro inversor con un perfil adecuado y que este sea el que corra el riesgo y obtenga las ganancias que se deriven de la marcha del negocio en la fase de consolidación.

Por otro lado, alargando los plazos de permanencia en el capital se dificulta a los Venture Capital el acceso a partícipes que estén dispuestos a invertir en sus fondos y, además, se hace más compleja la gestión de estos. Recordemos que un fondo nace con una vida determinada y si el plazo para poder salir se amplía, estamos obligando al equipo gestor a invertir velozmente sus recursos para esperar luego muchos años hasta que puedan salir junto a los demás inversores de rondas posteriores.

Si el capital riesgo español pone trabas a la salida de los inversores en fases tempranas, no tardaremos en ver cómo el número de estos se reduce paulatinamente, puesto que el atractivo de su negocio desaparece por completo.

Mercado de compraventa de empresas

En definitiva, la única vía transitable para el Venture Capital español parece ser la venta de la participada a un industrial. La transmisión de la propiedad de una empresa se realiza vendiendo las acciones o participaciones que representan su capital. En

el caso de una empresa no cotizada puede hacerse de dos maneras. Bien total o parcialmente a un adquirente cualquiera, bien mediante la salida a bolsa. De la salida a bolsa no nos vamos a ocupar en esta obra, puesto que las posibilidades de que una *startup* española acabe haciendo esto a los pocos años de constituirse son remotas. Emplearemos mejor nuestro tiempo dedicándolo a analizar la venta total o parcial de la sociedad a un tercero.

Una de las grandes dificultades en la venta a un industrial aparece cuando este desea adquirir un porcentaje de capital superior al que tiene el inversor financiero, pues en este caso es preceptivo que alguno de los otros socios (generalmente los emprendedores) acepte enajenar una parte de su capital. El caso extremo se produce cuando el comprador desea adquirir la totalidad de la empresa, en cuyo caso es necesaria la salida de todos los socios actuales.

Como sabemos, el Venture Capital, en previsión de este tipo de situaciones, suele solicitar la inclusión de cláusulas de arrastre, o *drag along* en el acuerdo de inversión. Recordemos que con este pacto el emprendedor se compromete con el socio financiero a vender si el comprador manifiesta su intención de adquirir más capital del que dispone el inversor. Ya tuvimos ocasión de referirnos a este caso en el apartado dedicado al acuerdo de inversión, y a él nos remitimos ahora.

Cuando la empresa participada observa un crecimiento adecuado y, sobre todo, ha conseguido que su existencia sea conocida por el mercado, es posible que el Venture Capital reciba una oferta de compra. Generalmente cuando esto ocurre, al inversor se le activan sus alarmas, pues le está llegando la mejor muestra del apetito que su participada es capaz de generar en potenciales adquirentes. Así, y si el socio financiero considera que el momento de salir puede haber llegado, lo normal es que a la vez que se empieza a hablar con el potencial comprador, el Venture Capital dé inicio a una frenética búsqueda de más interesados para conseguir el mejor precio posible por su participación.

Si en la operación se manejan cantidades importantes, lo normal es que se recurra a los servicios de un intermediario

especializado, generalmente un banco de inversión. Este agente, actuando por cuenta del vendedor, organiza el proceso de venta manejando la información, gestionando los tiempos y facilitando de este modo la llegada a un acuerdo. Estos intermediarios cobran unos honorarios fijos por su trabajo inicial de preparación y promoción de la operación y, posteriormente, una comisión de éxito en caso de que la venta se materialice.

En las ventas a terceros, los adquirentes, para fijar su oferta final, realizan una *due diligence* de la misma manera que hizo el Venture Capital el día en que analizó su entrada en el capital de la *startup*. Dada la naturaleza estratégica y no financiera de esta adquisición, el propósito final del comprador en su análisis de la compra difiere ligeramente del propósito del inversor de capital riesgo. Así, el industrial no muestra un excesivo interés por la capacidad de crecimiento de la empresa participada, sino por aquellos factores que harán que su grupo de empresas se beneficie de la incorporación de la *startup*. Por esta razón, suele prestarse especial atención a: propiedad industrial, cartera de productos actual y futura, acuerdos de distribución y fabricación, cartera de clientes, personal y equipo directivo, etc.

Por su lado, los asesores jurídicos de ambas partes garantizarán que la operación cumpla todas las exigencias legales, fiscales y administrativas impuestas por la legislación.

Un proceso de venta no suele durar menos de tres meses y comporta una cantidad ímproba de trabajo por parte del personal de la empresa adquirida. El comprador cada vez pide más y más información y los abogados presionan para obtener determinados documentos. Además se solicitan visitas y reuniones con distribuidores, clientes, proveedores, empresas aliadas, etc. Todo ello sin perjuicio de las tareas habituales que deben hacerse en la compañía.

El proceso general de venta es muy similar al descrito en el capítulo del proceso de inversión. Desde el punto de vista del emprendedor la salida del Venture Capital le afecta de manera diferente si él vende con el inversor o si permanece en la empresa. En el primer caso la situación se simplifica en tanto en cuanto las condiciones de salida son iguales a las del Venture Capital, y sus intereses están perfectamente alineados para conseguir el mayor

precio posible. Sin embargo, es habitual que el comprador exija en este caso que el emprendedor permanezca en la empresa durante un tiempo para facilitar la transición hacia la nueva propiedad, cosa que no solicita al socio financiero.

Cuando el emprendedor no vende con el Venture Capital, sino que permanece en el capital con el adquirente se abre una nueva etapa en la vida de la empresa, en la que el equipo promotor debe convivir con un nuevo socio. Si es otro financiero las reglas del juego no deberían variar significativamente. Si se trata, por el contrario, de un industrial la situación cambiará, pues este tipo de comprador no persigue una ganancia financiera con la operación, sino un mayor valor de su grupo industrial. Se trató extensamente esta cuestión en un capítulo anterior, al distinguir entre socio financiero e industrial, por lo que nos remitimos a lo allí indicado (véase página 80).

Cuestiones relevantes en la salida por venta

En la venta de una sociedad hay dos cuestiones que consumen la mayor parte del tiempo de la negociación: por un lado, el precio, y, por otro, las garantías.

El lector entenderá que el precio constituya el elemento central de las negociaciones entre el Venture Capital y el comprador. La empresa representa un activo del que el adquirente espera obtener unos flujos de caja futuros, y así la cuestión de determinar cuál es el precio más adecuado por este activo debe tener en consideración esas ganancias futuras que potencialmente ofrecerá la empresa. Por eso durante la permanencia del socio financiero en la participada los objetivos eran dobles: por un lado, que la empresa capture el mayor valor posible y, por otro, demostrar el gran recorrido que el comprador puede conseguir comprándola.²

2 Esto refuta la tesis de que el socio financiero busca únicamente beneficios cortoplacistas en la estrategia de la *startup*. Cuando se vende a un tercero, las perspectivas de crecimiento futuro explican buena parte del precio pagado por la sociedad.

Nos encontramos nuevamente ante un juego de información asimétrica. El capital riesgo que vende conoce en profundidad la *startup* y su potencial, así como los activos técnicos y humanos que la componen. El Venture Capital tiene esta información, pero el comprador no. Asimismo este sabe si dispone de solvencia suficiente para hacer frente al pago de la empresa al vendedor (en el supuesto, claro está, de que se pague aplazadamente). Sin embargo, el vendedor no conoce en detalle la situación financiera del comprador.

Por esta razón las reglas del juego deben alterarse para que las partes puedan llegar a un acuerdo confiando una en la otra. Y para ello se emplean las «garantías».

¿Qué garantías ofrece el vendedor? La más utilizada es el *earn-out*. El Venture Capital cuando vende tiene todo el incentivo del mundo para describir las grandes posibilidades de la *startup* que está vendiendo. Pero ¿debe creerle el comprador? La forma de salir del atolladero es vincular el precio que recibe el Venture Capital a la materialización de las ventajas que describe al comprador. Y para ello se emplea un *earn-out*. Mediante esta fórmula se fija un precio por la empresa, pero se deja un porcentaje (generalmente entre el 25% y el 50%) sin pagar, a expensas de que la sociedad cumpla determinado objetivo. Si lo cumple, se paga esa parte del precio.

Ejemplo

Un Venture Capital está negociando su salida de la *startup* con un industrial. La empresa ha tenido en los últimos tres años estos resultados:

Concepto	2008	2009	2010
Ventas	500.000	850.000	1.250.000
EBITDA	-25.000	210.000	310.000
Beneficio neto	-55.000	90.000	150.000

El Venture Capital explica al comprador que en 2010 las ventas fueron inferiores a las presupuestadas porque hubo un retraso en la certi-

ficación de un nuevo producto por un error del organismo certificador. Así, para 2011 las previsiones son doblar esa cifra y para dentro de dos años quintuplicarla.

El comprador, viendo la evolución de los últimos tres años, tiene serias dudas acerca de estas previsiones. Así, las partes acuerdan un precio por la empresa de 5 millones de euros, de los cuales se pagan:

- 3 millones en el momento de la firma.
- 1 millón más, si la empresa supera en 2011 los 2,5 millones de facturación.
- 1 millón más, si la empresa supera en 2012 los 6,25 millones de facturación.

De esta forma el comprador solamente satisface el precio completo si el Venture Capital es sincero en sus previsiones. Un Venture Capital poco receptivo a un *earn-out* basado en sus previsiones señala creíblemente al otro jugador que estas no son fiables.

El comprador puede pedir al vendedor otras garantías, generalmente relacionadas con la existencia de vicios ocultos (por ejemplo, la *startup* va a patentar un nuevo desarrollo, pero se tiene duda de posible choque con otra patente).

¿Qué garantías puede ofrecer el comprador? Si el pago se produce de manera aplazada el vendedor debe solicitar garantías para cubrirse ante la posibilidad de que el comprador no satisfaga las cantidades debidas en el momento oportuno. Existen varias posibilidades. Puede establecerse la necesidad de presentar un aval o incluso pactarse la «reserva de dominio». Esto significa que las acciones que se venden no se consideran transferidas hasta que se satisface íntegramente el precio pactado. En este sentido, la reserva debe consignarse en el registro de acciones nominativas o en el libro registro de socios, si se trata de una sociedad anónima o limitada respectivamente.

Compras apalancadas

Si la empresa muestra una evolución muy positiva, el emprendedor debería plantearse sacar al socio financiero comprando él mismo (el emprendedor) las participaciones del Venture Capital. El lector pensará que para hacer esto hace falta tener mucho dinero, y en efecto así es. Sin embargo existe una modalidad de compra en la que la disponibilidad de fondos por parte del emprendedor es menor. Nos referimos a las «compras apalancadas».

Este tipo de compra, denominada en inglés *leveraged buy-out* o LBO, está financiada con los propios recursos del activo que se compra (esto es, la *startup*). En otras palabras, el emprendedor hace que la empresa asuma una deuda con una entidad de crédito y con ese dinero paga las acciones al socio financiero. El comprador se queda así con una empresa endeudada, pero cuyo capital social es completamente suyo.

En realidad, el LBO es una operación que según el derecho español no podría llevarse a cabo, puesto que el artículo 81 del texto refundido de Sociedades Anónimas y el artículo 40.5 de la ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada prohíben expresamente a la sociedad que preste asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones o participaciones. No obstante, como veremos más tarde en el caso práctico, existen fórmulas para estructurar estas operaciones de manera regular.

Existen variaciones al LBO:

- *Management buy-out* (MBO): se trata de una compra apalancada en la que el equipo directivo de la empresa forma parte de los promotores que la adquieren.
- *Management buy-in* (MBI): igual que un MBO, si bien en este caso el equipo directivo no trabaja actualmente en la empresa. Se propone entrar a dirigirla una vez comprada.
- *Buy-in management buy-out* (BIMBO): el equipo promotor está formado tanto por directivos actuales como no-directivos que también entrarán a gestionarla una vez adquirida.

- *Leveraged employee buy-out* (LEBO): operación en la que la empresa financia la compra de sus acciones a sus propios trabajadores.

Para explicar el funcionamiento de una compra apalancada emplearemos un caso práctico de un MBO ficticio. La dinámica es similar en el resto de casos.

Caso: Management Buy-Out

Alfonso Pérez es un investigador universitario que hace seis años creó una *startup* tecnológica llamada *Startup*. Pasados dos años desde la constitución (es decir, hace cuatro años) Alfonso convenció a VC1 para que invirtiese 200.000 euros en la empresa y posteriormente contrató a Mariano Gómez, para que actuase de gerente. Alfonso se reservó el puesto de director de I+D+i.

La sociedad, bajo la dirección de Mariano, ha ido conforme al plan previsto, e incluso con el objeto de montar una línea de producción propia compró una nave industrial cuya hipoteca asciende a un millón de euros.

Hace unos meses Alfonso sufrió un infarto y los médicos le recomendaron que cesase completamente su actividad de empresario. Alfonso convoca en junta de socios a VC1 y, aprovechando que su salida está cercana, les invita a buscar un comprador para el cien por cien del capital.

VC1 sondea el mercado, pero todos los compradores potenciales se echan atrás cuando descubren que Alfonso no permanecerá en la empresa.

Mariano Gómez plantea entonces a la junta de socios de la empresa la posibilidad de comprar él mismo la sociedad mediante un MBO, y pide precio por el capital. Alfonso y VC1 solicitan 1,2 millones de euros por sus participaciones. Asimismo indican a Mariano que el banco muy probablemente solicitará la cancelación de la hipoteca en caso de que se proponga hacer una compra apalancada.

Mariano, gran conocedor de las perspectivas de *Startup*, elabora un plan de negocio y contacta con otro inversor de capital riesgo de mayor tamaño, VC2. Este inversor se muestra gratamente sorprendido por las

nuevas ideas de Mariano y su iniciativa emprendedora y así elabora un presupuesto de la operación:

Concepto	Importe
Pago de las acciones	1.200.000
Cancelación de la hipoteca	1.000.000
Gastos de la operación	110.000
Total	2.310.000

El inversor, viendo el balance de la empresa y sus proyecciones de caja, considera que de esos fondos, el 45% deberían abonarse con fondos propios y el 55% podría ser apalancado (esto es, financiados asumiendo deuda). Así, contesta a Mariano que ellos invertirán su parte siempre y cuando él ponga el 25% de los fondos propios de la operación. Es decir:

$$\text{Aportación de Mariano} = 25\% \times (45\% \times 2.310.000) = 259.875 \text{ euros}$$

VC2 pondrá en la operación 1.126.100 euros, de los cuales 779.600 euros serán capital social y 346.500 euros deuda «júnior» (es decir, posterior en el orden de prelación a cualquier otra deuda «sénior»). Asimismo se compromete a conseguir de un banco un crédito de 924.000 euros, cantidad suficiente para completar el MBO.

La tabla de financiación final aparece en este gráfico:

Financiación del MBO

Miles de euros

Uso y fuentes de financiación

Uso de financiación		Fuente de financiación	
Precio Adquisición (100%)	1.200,0	Deuda Sénior (Bancos)	924,0
Cancelación hipoteca	1.000,0	Deuda Júnior (VC2)	346,5
Gastos de la operación	110,0	Capital (VC2 - 75%)	779,6
		Capital (Mariano - 25%)	259,9
TOTAL	2.310,0	TOTAL	2.310,0

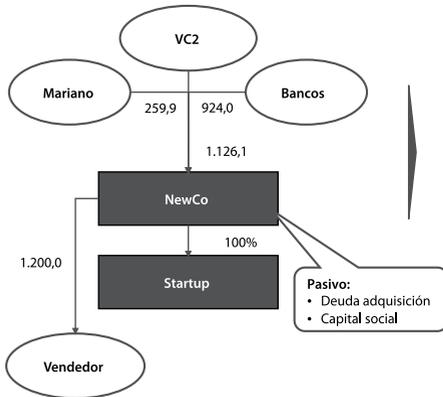
Nota: en este ejemplo se supone que la empresa no precisa financiación para expandir sus operaciones, de manera que todos los fondos se destinan a pagar las acciones, cancelar la hipoteca y pagar los gastos de la operación.

Para estructurar la operación conforme al derecho español, VC2 y Mariano constituirán una nueva sociedad (NewCo) en la que se aportarán todos los fondos y que, a su vez, comprará las participaciones de *Startup*. Posteriormente se fusiona NewCo con *Startup*.

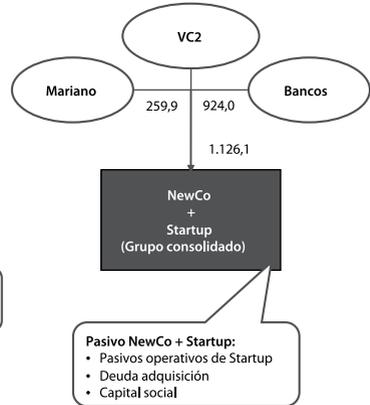
Estructuración del MBO

Miles de euros

1 Creación de una NewCo



2 Fusión NewCo con Startup



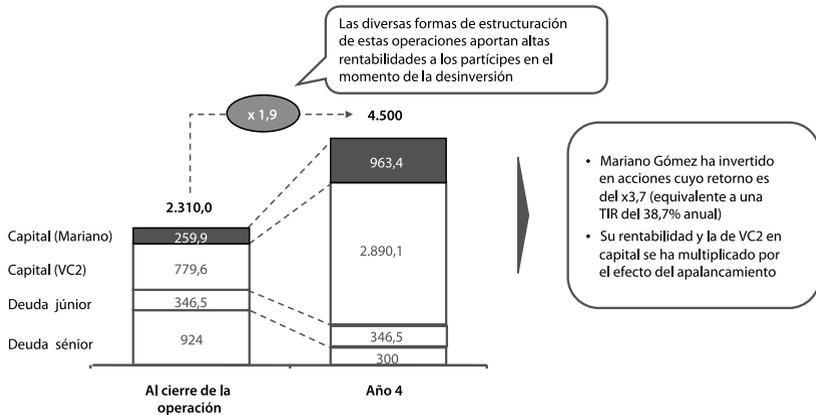
Comentario

La razón de ser del MBO es idéntico al de una operación de Venture Capital tradicional: se espera que la empresa aumente significativamente su valor, de forma que sus flujos de caja sean suficientes para pagar toda la deuda, y la venta posterior permita a los socios obtener una importante ganancia.

Supongamos, por ejemplo, que la sociedad se vende cuatro años después de realizado el MBO por un Enterprise Value (valor de negocio) de 4,5 millones de euros. Suponiendo que en esa fecha hubiese amortizado 624.000 euros de la deuda sénior, tendríamos esta salida:

Salida del MBO

Miles de euros



En el momento de salir, con los 4,5 millones de euros hay que pagar la deuda sénior (300.000 euros) y júnior (346.500 euros) restantes, puesto que el precio no se fijó como *equity value* o valor de las acciones, sino como valor total de acciones más deuda. Una vez amortizada la deuda, el resto se lo reparten el socio financiero al 75% y Mariano Gómez al 25%.

A los fondos de capital riesgo de cierto tamaño les resultan muy atractivos los MBO, MBI y BIMBO, puesto que en estas operaciones se les soluciona una importante fuente de preocupaciones: quién será el equipo directivo que llevará la empresa. Así, si el equipo directivo promotor de la operación apalancada tiene un plan de negocio atractivo y se compromete con la operación aportando los fondos que les corresponden, los inversores serán muy receptivos para estudiar la financiación de la operación.

Salidas tempranas

Se mencionó que el plazo medio de permanencia de un Venture Capital en la participada oscila entre los tres y los siete años, siendo poco común que ocurra la salida a los tres, y más frecuente conforme nos acercamos al final del intervalo. En general, cuando llega el quinto año el socio financiero empieza a impacientarse y a buscar vías de salida.

Las salidas tempranas se refieren a situaciones especiales en las que el inversor deshace su posición antes de los tres o cuatro años. Cuando se trata de un caso puntual, el financiero lo estudia ad hoc. Sin embargo, consideradas no como caso aislado, sino como principio general, este tipo de salidas tiene defensores a ultranza y grandes detractores.

Los críticos sostienen que la salida temprana obedece a un criterio meramente especulador incompatible con la base misma del capital riesgo: la creación de valor económico de la empresa. No es lógico pensar que una *startup* puede alcanzar el potencial de su plan de negocio en tan breve plazo, y el inversor debe permanecer más tiempo en la participada para que el capital que aportó y sus conocimientos puedan surtir efecto duradero.

Además, afirman, el capital riesgo es un negocio de *homeruns* o, como nosotros lo hemos bautizado, «cañonazos». Si una empresa participada que tiene visos de convertirse en un cañonazo y proporcionar un retorno x20 en seis años se vende x4 en dos años, estamos perjudicando la economía global del fondo, puesto que al final las participadas que permanecerán sin vender más allá de los cuatro años serán aquellas que posiblemente resulten en una inversión fallida o de bajo margen.

Este es el motivo principal por el que el Venture Capital se muestra muy cauto ante la posibilidad de una salida temprana. En realidad se está enfrentando a un dilema: «vendo hoy y realizo una rentabilidad cierta o espero y apuesto por un retorno mayor pero incierto». Los mejores Venture Capital sopesan entonces la posibilidad de que esa participada sea un cañonazo. Si esperan que lo sea, mantendrán su participación. Si suponen que la

apreciación de su valor a partir del precio recibido hoy será moderada, es posible que se planteen la venta.

No obstante las salidas tempranas tienen sus defensores. Quizás el más activo sea Basil Peters, un antiguo emprendedor canadiense que ahora dedica su tiempo a invertir como *business angel* y preconizar las salidas tempranas en conferencias y foros.

La tesis de Peters es que en el mercado norteamericano de fusiones y adquisiciones de empresas, las operaciones más frecuentes se sitúan en un rango de valoración inferior a los 30 millones de dólares, y generalmente se realizan entre dos y tres años después de la fundación de la empresa. Así, Peters arguye que para llegar a este punto la *startup* precisa del capital de un *business angel*, pero no de un Venture Capital, y así aconseja a los emprendedores que huyan de esta modalidad de financiación.

Debemos hacer una aclaración: cuando Peters habla de *Business Angel* debemos extrapolarlo al caso español. Un *Business Angel* en Estados Unidos puede llegar a aportar cifras que en España están al alcance del Venture Capital; mientras que el Venture Capital norteamericano invierte cantidades que en España suele manejar el fondo de *Private Equity*. Ocurre sin embargo que el Venture Capital español tiene una política de gestión similar al *Private Equity*, y en realidad el «enemigo» de Peters no es la cantidad de dinero aportada, sino la política de gestión del inversor, que pondera el retorno global de su cartera de inversiones y por ello no vende cañonazos antes de tiempo. El Venture Capital es metódico y formal en todo el mundo. El *Business Angel*, en cambio, es dinámico y flexible.

Así pues, la tesis de Peters es especialmente problemática en España, ya que su aplicación dejaría a las *startups* únicamente con el escaso capital que pueden esperar de los *Business Angel* y con la menor liquidez de nuestro mercado de compraventa de empresas.

Sin embargo, las tesis de la salida temprana tienen un fundamento que no se puede ignorar. Como hemos señalado, al venderse una empresa se está vendiendo una expectativa de crecimiento, un futuro brillante. Si se crea una empresa que refleja una idea de negocio atractiva y en sus primeros dos años da los pasos adecua-

dos, es muy posible que aún quede un gran recorrido por hacer y que este se haya aclarado o facilitado en el transcurso de esos dos años de vida. Entonces, el comprador de la empresa reconocerá en el precio pagado no solo la idea original, sino los logros ya conseguidos y las facilidades que recibe para seguir capturando valor a futuro.

En el fondo, la salida temprana refleja una filosofía distinta, no solo de inversión, sino también de emprendimiento. En Estados Unidos se habla del *serial entrepreneur*, del emprendedor que encadena una *startup* detrás de otra especializándose con el tiempo en poner en marcha iniciativas empresariales. La salida temprana facilita y justifica la existencia de estos «emprendedores en serie».

¿Qué ocurre, sin embargo, con los emprendedores para los que esta *startup*, su *startup*, es la única que planean iniciar? ¿Les interesa la salida temprana? Basil Peters diría que sí, pero yo no lo tengo tan claro. Habría que estudiar cada caso particular, pero como principio general sugiero que el emprendedor se piense detenidamente vender si la salida temprana es a un comprador industrial y que sopesa permanecer en el capital si el adquirente es un nuevo socio financiero de mayor tamaño (quien, probablemente, le pedirá que se quede).

Mercados alternativos. Nuevas vías de salida

En Estados Unidos se debate a menudo sobre la conveniencia de explorar nuevas vías de salida para los Venture Capital, sobre todo en aquellos casos en los que la empresa no consigue salir a bolsa pero ha mostrado una evolución favorable.³ La respuesta generalizada alude a la necesidad de crear un nuevo mercado,

3 Existe un gran desconocimiento en España acerca de las salidas a bolsa en Estados Unidos. Se piensa que es muy sencillo tocar la campana en Wall Street y ganar dinero. Lo cierto es que en 2002, escarmentado con los casos Enron y WorldCom, el Congreso estadounidense promulgó la Sarbanes-Oxley Act, que establece unos requisitos muy restrictivos a las salidas a bolsa en Estados Unidos.

más barato y flexible, en el que coticen este tipo de empresas, de manera que sus inversores inviertan con la confianza de obtener una cierta liquidez y rentabilidad en inversiones en empresas medianas.

A mediados de 2008 se constituyó en España el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) de empresas en expansión. Se trata de un mercado supervisado por la CNMV en el que se contratan, liquidan, compensan y registran operaciones de empresas de reducida capitalización que buscan expandirse. Este mercado soluciona un problema fundamental para las empresas, pues cuenta con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas, y unos costes y procesos adaptados a sus características.

La circular MAB 1/2008 establece los requisitos para las empresas emisoras:

- Debe tratarse de una sociedad anónima, española o extranjera (las compañías de la Unión Europea y latinoamericanas tienen preferencia), con capital social totalmente desembolsado, libre transmisibilidad y representado por anotaciones en cuenta.
- Si la empresa pertenece a la Unión Europea debe emplear como estándar contable el NIIF o su sistema contable nacional. Si es de un país no miembro, NIIF o US GAAP.
- Respecto a la actividad, la sociedad debe comercializar productos o servicios (o actuaciones relevantes preparatorias), y obtener ingresos significativos de comercialización o de aportaciones financieras fundamentadas en actuaciones preparatorias.
- Debe presentarse al MAB un documento informativo con información detallada de la compañía, su negocio y perspectivas, y designarse un asesor registrado.
- Finalmente, el valor estimado de la oferta debe ser superior a los 2 millones de euros.

El proceso de incorporación al MAB consta de tres fases y suele durar entre tres y seis meses.

Fase	Actividad	Duración media
Solicitud	Presentar la documentación: acreditación del cumplimiento de los requisitos de incorporación, documento informativo de incorporación, o en su caso, folleto informativo.	1-3 meses
Tramitación	Evaluar por parte del MAB la solicitud, acordar, en su caso, la incorporación y comunicar a la empresa la resolución.	1-3 meses
Incorporación	Publicar la incorporación, en su caso, en el boletín de cotización e incluir en el registro de anotación en cuenta.	1-2 semanas

El MAB no es un invento español. Tanto en Inglaterra como en Francia hay experiencias anteriores similares. En el primer caso, en 1995 se constituyó el Alternative Investment Market que cuenta con más de 1.600 empresas de múltiples sectores cotizando. En Francia, por su parte, se creó el Alternext en 2005, donde cotizan más de 100 empresas. Es de esperar que nuestro MAB alcance unos logros similares, y se convierta en una alternativa válida de financiación de las pequeñas y medianas empresas y, sobre todo, dote de liquidez a las opciones de salida para el Venture Capital. Hasta que eso ocurra, la venta será la posibilidad de salida más real.

Bibliografía comentada

ARROYO, Antonio M. y PRAT, Margarita. *Dirección financiera*, Deusto. 2003.

Este manual es un clásico de finanzas. Trata de manera muy sencilla conceptos básicos que todo emprendedor debe manejar con soltura, como el valor temporal del dinero, el riesgo, las tasas de descuento, la inversión, los estados financieros, etc. Es un texto que permite un «aterrizaje suave» en el mundo financiero de la empresa, al incluir abundantes ejemplos y casos prácticos.

AVINASH K. Dixit y BARRY J. Nalebuff. *El arte de la estrategia*, Antoni Bosch. ISBN 978-84-95348-52-4 170 x 240, 544 págs.

En ocasiones el emprendedor piensa que está solo en el mundo. La teoría de juegos es muy útil para eliminar esa ilusión y poner a cada uno frente a su realidad, una realidad que nunca es estática. Por ello aconsejo con frecuencia a los emprendedores que adopten un enfoque dinámico en sus planes de negocio y traten de imaginarse su entorno competitivo como un ente cambiante, del que ellos forman parte. Recientemente se ha publicado en español un texto que ilustra el modo en que puede aplicarse la teoría de juegos a un entorno empresarial. Estoy seguro que con este libro el lector pasará un rato muy ameno a la vez que aprende teoría de juegos.

BERKERY, Dermot. *Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur*, McGraw Hill. 2007.

Este libro y el de Metrick son los más recomendables para un tratamiento general de la financiación de las *startups*. El de Berkery está pensado para un lector más práctico, para un emprendedor. De toda esta bibliografía es, con diferencia, el texto que más animo a estudiar. Incluye ejemplos y casos prácticos muy útiles para el emprendedor. Su único punto débil, una vez más, es que numerosas cuestiones abordadas en él no son aplicables al caso español.

BOGDAN, Boris. *Valuation in Life Sciences: A Practical Guide*, Springer. 2007.

Recomiendo este libro a los emprendedores con *startups* en el sector biotecnológico. Aunque en ocasiones el texto adolece de falta de claridad y se pierde en tecnicismos, los ejemplos empleados para aplicar las técnicas a la valoración de proyectos sí son claros. Muy útil es el caso práctico propuesto para exponer el modo en que pueden emplearse las opciones reales en la valoración de proyectos biotecnológicos.

COPELAND, Tom, KOLLER, Tim y MURRIN, Jack. *Valuation: Measuring and Managing the Value of the Companies*. John Wiley & Sons. 2005.

Se trata de otro libro de referencia, esta vez en el campo de la valoración. No creo equivocarme si digo que es el texto que se recomienda en todas las escuelas de negocio de fama internacional para estudiar la materia. Está escrito por antiguos profesionales de McKinsey&Company y, alejado de cuestiones académicas, aborda el tema de la valoración desde un punto de vista eminentemente práctico. El foco central del libro es la valoración de empresas consolidadas, no *startups*.

DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*, John Wiley & Sons. 2001.

Complementario del anterior. Damodaran aborda la valoración de manera global, considerando cada caso concreto: empresa grande, empresa incipiente, empresa en crisis, bien inmueble, patentes, etc. El autor ofrece métodos de valoración para multitud de activos. Asimismo dispone de modelos económicos en MS Excel que pueden descargarse de la página web del libro.

EDMUNDS, John y otros. *Textbook Finance: Leading Financial Professors From the World's Top Business Schools on the Fundamentals All Business Professionals Should Know About Finance*, Aspatore. 2003.

Para los lectores en inglés recomiendo que se lean este pequeño libro después del anterior. Se trata de una compilación de artículos en el que unos profesores universitarios norteamericanos describen de modo muy sencillo algunas cuestiones básicas de gestión financiera de las empresas. El título está muy bien escogido. Entre los aspectos tratados destacan: teoría de carteras, valoración y eficiencia de mercados.

ENCINAR, Jesús. Blog (<http://www.jesusencinar.com/emprender/>)

Recientemente he empezado a leer blogs relacionados con el Venture Capital. Hay alguno alojado en Harvard Business School bastante notable y que sigo periódicamente. Blogs en español sobre esta temática no he visto muchos interesantes. El que más me ha llamado la atención es el de Jesús Encinar, director general de Idealista.com. En el blog, el autor ha publicado una serie de entradas en las que hace recomendaciones a los emprendedores sobre distintos aspectos de la *startup*, como la financiación. Con algunos temas estoy totalmente de acuerdo y con otros no (por ejemplo: «si buscas capital riesgo, pide al menos un millón de euros»). En todo caso resulta muy recomendable su lectura.

GLADSTONE, David y GLADSTONE, Laura. *Venture Capital Investing: The Complete Handbook for Investing in Private Businesses for Outstanding Profits*, FT Press. 2003.

Este libro está pensado para aquellos inversores que deseen actuar con conocimiento de causa cuando se aventuran en el mundo de las *startups*. Describe pormenorizadamente los pasos que todo inversor debe dar para valorar adecuadamente una oportunidad de inversión y decidir en consecuencia. Explica también cómo elaborar un acuerdo de inversión que proteja la posición del inversor. Recomiendo su lectura, pues el emprendedor sabrá cómo analizará su *startup* un inversor formado en esta escuela. Prevengo, sin embargo, de que el libro está pensado para el público norteamericano, por lo que numerosas situaciones no son aplicables al caso español.

JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. y otros. *Lecciones de Derecho Mercantil*, Tecnos. 2009.

Todo emprendedor debe familiarizarse con la regulación aplicable a las sociedades españolas. Para ello hay en el mercado innumerables manuales sobre derecho mercantil. Yo he escogido este libro pues reúne en un solo tomo los aspectos más relevantes para el empresario y la empresa. No contiene, como otras alternativas, numerosos pies de página que dificultan la lectura ni complejas discusiones doctrinales que para el emprendedor tienen una menor importancia.

METRICK, Andrew. *Venture Capital and the Finance of Innovation*, John Wiley & Sons. 2006.

Pensado para un curso universitario o de posgrado, la obra de Metrick es esencial para el entendimiento del Venture Capital en Estados Unidos. Tiene el inconveniente de su excesivo sesgo académico. En ocasiones se pierde en fórmulas y demostraciones que tienen escasa importancia para el emprendedor. Sin embargo es una referencia obligada, principalmente por la carencia de textos alternativos que cubran un temario semejante.

ROMANCES, Josep María y otros. *¿Cómo se realizan las compraventas de empresas en España?*, Institutos de Estudios Económicos. 2002.

Este libro describe las operaciones de compraventa de empresas desde tres puntos de vista: financiero, jurídico y de proceso. El texto que propongo al lector tiene importantes ventajas. En primer lugar está escrito por expertos españoles, por lo que refleja la realidad de nuestro país. Además explica paso a paso el proceso de venta, lo cual es muy beneficioso para entender cómo se realiza una salida mediante enajenación a un tercero. Como inconveniente citaré la dificultad de encontrar el libro en el mercado.

ROSENBAUM, Joshua, PEARL, Joshua y PERELLA, Joseph. *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*. John Wiley & Sons. 2009.

Se trata de una obra escrita, nuevamente, por profesionales del sector (en este caso, banca de inversión) y no por académicos. Los autores describen pormenorizadamente los análisis y trabajos que realiza este tipo de instituciones financieras, y resulta de lectura obligada para aquellos que deseen iniciar una carrera en ellas. Sin embargo, para los fines que nos ocupan, traigo este libro

a la bibliografía exclusivamente por el capítulo dedicado a la valoración con múltiplos. El lector que desee profundizar en el modo en que se lleva a cabo este particular tipo de valoración, tiene en esta obra la referencia perfecta.

SAWYER, Tom Y. *Pro Excel Financial Modeling: Building Models for Technology Startups*, Apress. 2009.

Por el título el lector podrá comprobar que este texto le viene como anillo al dedo. Efectivamente, el autor explica paso a paso cómo hacer un modelo económico para una *startup* de base tecnológica, y llevar tal modelo a una hoja de cálculo de MS Excel. Poco más puede decirse de su conveniencia para el emprendedor. En mi libro he tratado de comprimir la abundante información que presenta Sawyer (son unas 300 páginas dedicadas al tema) y abordar más aspectos relacionados con la *startup*. Tome nota el lector de que el libro está escrito para el público de Estados Unidos, por lo que en algunas cuestiones contables, las recomendaciones no son exportables a nuestro país.

URY, William, FISHER, Roger y PATTON, Bruce M. *Obtenga el sí: el arte de negociar sin ceder*, Gestión 2000. 1998.

Este título es uno de los libros más leídos sobre negociación en todo el mundo. De hecho, fue traducido al español hace más de una década. Propone un método de negociación colaborador, viendo a la otra parte no como un adversario frontal, sino como un «socio» con el que poder hacer negocios. Traigo este enfoque a la bibliografía para reforzar mi tesis de trabajar la negociación con el inversor como un proceso de construcción y no regateo.

WILDERMING, Alex. *Term Sheets & Valuations: A Line by Line Look at the Intricacies of Venture Capital Term Sheets & Valuations*, Aspatore Books. 2006.

En Estados Unidos este texto hizo furor hace algunos años. Hasta el punto de que su autor publicó un segundo libro sobre el tema, que tuvo una acogida más fría pues superar el primero era casi imposible. En las escasas 100 páginas que lo componen, el autor, un profesional del Venture Capital, explica una a una las cláusulas más habituales en los acuerdos de inversión estadounidenses, así como el modo en que los fondos valoran financieramente los negocios. Nuevamente, debemos advertir que todo el material cubierto en el libro está basado en la realidad de Estados Unidos, por lo que el lector español debe ser muy cauto con sus recomendaciones.

Finanzas para emprendedores

Antonio Manzanera Escribano

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

© Antonio Manzanera Escribano, 2010

© Centro Libros PAPF, S. L. U., 2010

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAPF, S. L. U.
Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)
www.planetadelibros.com

Primera edición en libro electrónico (PDF): marzo de 2012

ISBN: 978-84-234-1278-5 (PDF)

Conversión a libro electrónico: Newcomlab, S. L. L.
www.newcomlab.com