

TÉRMINOS, CLÁUSULAS Y CONDICIONES PARA LA INCORPORACIÓN DE CAPITAL DE RIESGO

*TERM SHEETS AND VENTURE
CAPITAL FINANCING*

HERNÁN ALONSO BAFICO

Universidad Nacional de La Plata
ARGENTINA

University of Denver
ESTADOS UNIDOS

*Un hombre que no arriesga nada por sus ideas, o no valen nada sus ideas,
o no vale nada el hombre.*

Platón



RESUMEN

El presente trabajo caracteriza y analiza las cuestiones que normalmente debe negociar el emprendedor, para obtener financiamiento mediante la incorporación de inversores de capital de riesgo. En la primera sección se describen brevemente los tipos de inversores en este mercado. Se analiza luego el empleo de ciertas disposiciones, algunas típicas de los llamados pactos parasocietarios, que son en ocasiones requeridos para avanzar en el proceso de incorporación de nuevos inversores. La estructura típica de los acuerdos empleados para la incorporación de capital de riesgo, es presentada para luego analizar las distintas cláusulas que se negocian entre emprendedores e inversores. Las disposiciones se agrupan en tres títulos, según versan sobre los siguientes aspectos: control del negocio y gobernancia; monitoreo operativo y financiero del negocio; y condiciones y valor de los títulos a emitir. Tanto la caracterización de los covenants, como los tipos más empleados se presentan en una sección particular. Aspectos cualitativos relevantes completan el análisis, para un adecuado panorama de cuestiones estratégicas, financieras y económicas que el emprendedor debe conocer bien al evaluar las posibilidades de expansión de su negocio mediante la incorporación de inversores en títulos híbridos y de capital.

Palabras Clave: capital de riesgo, emprendedor, crecimiento, capital privado.

ABSTRACT

This paper examines the main negotiating points that the entrepreneur normally faces in its capital raising efforts, especially when directed to venture capitalists. The first section describes different types of providers of the risk capital. Then, the contractual points to be included in the documents drafted during the negotiation, are analyzed. The use of shareholders' agreements is shown to be necessary in some situations. A normal structure of a term sheet is presented in section 4. Each of the main points to be addressed during the negotiation of the deal are grouped into the following categories: governance and control, operating and financial monitoring, and terms and features of the securities to be issued. Section 5 details each of the clauses to be negotiated and its importance for each of the parties. A separate section details the type and characteristics of the covenants most frequently used, and a brief comment on qualitative factors completes the analysis.

Keywords: venture capital, entrepreneurship, growth, private equity.

JEL: O16, G24, M13

1. INTRODUCCIÓN

El crecimiento y desarrollo de empresas se vincula íntimamente con la necesidad de incorporar capital de riesgo en las etapas iniciales de sus ciclos de vida. El presente trabajo caracteriza y analiza las cuestiones que normalmente debe negociar el emprendedor con inversores, para obtener financiamiento a través de capital de riesgo. La cuidadosa consideración de las mismas debe ser parte de los planes de crecimiento de las empresas, desde sus inicios.

La primera sección del trabajo caracteriza la inversión en capital de riesgo y los participantes en este mercado. Se analiza luego el empleo de ciertas disposiciones, algunas típicas de pactos parasocietarios, que son incluidas en el proceso de negociación con los inversores.

Se identifica la estructura típica de los acuerdos ente emprendedores e inversores de riesgo y se analizan las cláusulas comúnmente empleadas según atienden a disposiciones de gobierno corporativo, a la gestión operativa de la empresa, al financiamiento, o a las alternativas de liquidez o salida, previstas para que el inversor pueda monetizar los resultados de su inversión.

Finalmente, se describen los tipo de covenants que el emprendedor debe estar dispuesto a acordar, detallando las cláusulas más frecuentes sean estas de tipo restrictivas o positivas, y se identifican ciertos aspectos cualitativos que deben ser tenidos en cuenta.

Familiarizar al emprendedor con el tipo de aspectos que son de necesaria negociación con los inversores, es un paso fundamental para desarrollar el mercado de capital de riesgo en Argentina. La inclusión de estas consideraciones a la hora de diseñar los modelos y planes de negocios, y no cuando la empresa enfrenta restricciones para financiar su crecimiento, puede contribuir al surgimiento de una nueva generación de emprendedores orientados al crecimiento y con mayor predisposición hacia la apertura del capital.

2. CAPITAL DE RIESGO. NEGOCIACIÓN INICIAL

El capital de riesgo refiere a la inversión que se realiza en empresas jóvenes y con potencial de rápido crecimiento, mediante la adquisición de títulos de capital y/o instrumentos híbridos, como deuda convertible o acciones preferidas convertibles en acciones comunes. Quienes financian a la empresa en las fases iniciales de su ciclo de vida son los aportantes del llamado “capital semilla”, inversores “ángeles”, y fondos de capital de riesgo (private equity o venture capital).

Tanto el llamado capital semilla como los inversores “ángeles”, invierten en etapas más tempranas que aquellas típicamente financiadas por firmas de capital de riesgo (venture capital o private equity). Definiciones más precisas o detalladas existen en la literatura sobre

capital de riesgo, pero en muchos casos contradictorias entre ellas. En términos de Shane, el problema no es la falta de una clara definición, pero la existencia de demasiadas definiciones encontradas (2009, p. 13). Interesa aquí una caracterización general, por lo que no se ahondará más en definiciones o categorizaciones de los distintos inversores y los montos, estrategias, o estilos de inversión.

En la negociación de los términos y condiciones del financiamiento a otorgar, inversores y emprendedores firman acuerdos de entendimiento o “term sheets”, que resultan instrumentales para la posterior redacción de los instrumentos legales a través de los cuales se concretará la inversión de capital. Se reconoce en la industria del capital privado que estos acuerdos preliminares, en formato de “carta de intención”, evidencian el resultado de las negociaciones, y plasman en términos generales los derechos y obligaciones de cada parte de la transacción. Crean así un “marco de referencia para preparar los documentos definitivos de la inversión” (Lavca, 2014).

Los inversores ángeles normalmente están dispuestos a asumir riesgos en condiciones similares a las del capital accionario inicial de la empresa (el de las acciones comunes de los socios fundadores). Por ello, en el caso de requerir la firma de “term sheets”, estos acuerdos son relativamente simples, conteniendo cláusulas menos restrictivas que las requeridas por inversores que aportan capital de riesgo en etapas posteriores, como el mencionado caso de los fondos de capital de riesgo privado (private equity).

En América Latina, el financiamiento a emprendedores a través del capital de riesgo es marginal. Si bien se detecta en Argentina “cierto acceso al capital de riesgo” fundamentalmente a través del acceso a inversores ángeles (Kantis, 2004, p. 54), el desarrollo de la industria del capital de riesgo es muy escaso. Resulta fundamental, en este contexto, acercar inversores a emprendedores y ajustar las expectativas de estos últimos a los requerimientos y modelos de valuación típicos de los inversores de riesgo.

En las condiciones de vinculación entre emprendedores e inversores de riesgo, es necesario contemplar y acordar formas de morigerar riesgos típicos como los derivados de las asimetrías informativas, el riesgo moral y el que surge de relación de agencia presente entre tenedores con distinta ecuación de pérdidas y ganancias respecto de la performance de la empresa (Caballero, 2007).

El tenedor de un título de deuda, aunque el mismo sea un híbrido con que incluya la posibilidad de compartir el éxito de la empresa mediante cláusulas que le permitan convertirse en accionista (equity kickers), no comparte *vis a vis* con el accionista, las ganancias y pérdidas que genera la empresa. Tal situación define la relación de agencia. Sus intereses no están necesariamente alineados durante ciertas etapas de la inversión, por lo que deben negociarse mecanismos para limitar los riesgos a los que se expone quien es titular de derechos limitados sobre las decisiones operativas y estratégicas de la empresa.

Asimetrías informativas profundas caracterizan la relación entre emprendedores e inversores de capital de riesgo. Procesos de due diligence, cláusulas de declaraciones y garantías,

y compromisos de acceso a documentación, a oficinas y al control de información de diversa naturaleza, son parte de las formas y costos de gestionar los riesgos asociados al desigual conocimiento de la situación del negocio. El emprendedor no debe subestimar el riesgo que representa esta situación para el inversor, y entender la consecuente necesidad de prever mecanismos de cobertura, y asumir los costos asociados.

Contar con al menos un acuerdo o carta, es de la mayor importancia cuando la empresa necesita la participación de más de un inversor para el desarrollo y financiación del negocio. Habiendo recibido una carta en firme, puede exhibir a los demás potenciales inversores el compromiso asumido por uno de ellos, como punto de referencia. También reviste importancia en situación mercados débiles, con escasa cantidad de transacciones.

3. CARTAS DE INTENCIÓN Y PACTOS PARASOCIALES

En su contenido, las cartas de intención (term sheets) incluyen condiciones financieras y legales, como también aspectos numéricos y cualitativos que hacen a la valuación de la empresa. En ellos puede apreciarse claramente la esencia del deal, de manera previa a la redacción legal de la documentación (en sí, no es un documento que otorgue derechos que pueda accionarse judicialmente su cumplimiento. Sin embargo, las cláusulas se formalizarán en los acuerdos de suscripción que se firmarán de manera previa a la emisión los nuevos títulos).

Los documentos que vinculan a los emprendedores con los inversores, incluyen cláusulas que regulan la toma de decisiones como también estructuran la integración y funcionamiento del órgano de administración. En estos puntos se suele recurrir a pactos entre socios y entre estos e inversores en títulos híbridos, que como acuerdos de tipo parasocietario (shareholder agreements), deben analizarse cuidadosamente en términos de su eficacia. Estos pactos parasociales se establecen como acuerdos celebrados al margen de la regulación societaria, entre los socios, entre estos y la sociedad, o con terceros. Como reconoce (L. Henao, 2013) constituyen una herramienta de uso frecuente en el desarrollo de las relaciones corporativas pese a la ausencia de una regulación legal integral, y que tienen por finalidad regular extremos no recogidos estatutariamente.

Las cláusulas incorporadas a los acuerdos persiguen el objetivo de proteger el valor de la inversión de los distintos grupos de accionistas y tenedores de títulos híbridos, y la posibilidad de realizar o monetizar la inversión a través de la previsión de algún mecanismo de salida. Así, los acuerdos buscan preservar los incentivos de realizar compromisos de inversión ex – ante cuando son posibles renegociaciones posteriores, y minimizar las renegociaciones ex – post, en ámbito dinámicos en presencia doble riesgo moral (moral hazard). Estas últimas no son deseables, ya que distorsionan los incentivos considerados al momento de comprometer capital de riesgo en la empresa (Chemla et. al, 2007).

La práctica extendida de incluir estos pactos en la negociación ente empresas jóvenes con inversores de riesgo, torna relevante su consideración. Entre tendencias que apoyan la atención a los mismos, J.F. Rey, señala:

“Primero, el significativo incremento de las microempresas y la necesidad de reforzar el tejido empresarial facilitando la iniciativa empresarial en condiciones de riesgo razonables. Segundo, la constatación de que la imposición obligatoria de figuras asociativas resulta en muchas ocasiones más que un beneficio un problema potencial, por forzar escenarios donde muy frecuentemente los conflictos que surgen entre los socios finalizan con el bloqueo de la gestión e incluso la extinción de la sociedad” (2012, p. 27).

En la misma dirección, pero en particular referencia al antecedente de la reforma del nuevo régimen societario italiano de 2004 (indicando las similitudes con Argentina en cuanto a la preponderancia de sociedades de capital cerrado en el entramado societario del país), S. Friedman también señala la tendencia hacia el empleo y reconocimiento de pactos parasociales, por parte de la legislación. Detecta en particular la necesidad y tendencia hacia una simplificación, con adecuado espacio a la autonomía estatutaria, del procedimiento de las asambleas incluso en lo relativo a las formas de publicidad y de control, a los requisitos para la participación, a las modalidades de discusión y de voto. También en el ámbito de la administración y de los controles sobre la administración, señala la tendencia hacia el reconocimiento a la autonomía privada de un mayor espacio con referencia a la articulación interna del órgano administrativo, a su funcionamiento, a la circulación de las informaciones entre sus componentes y los órganos y sujetos destinados al control. La lista no se detiene allí; también se evidencia la necesidad de precisar contenidos y límites de las delegaciones a administradores individuales o comités ejecutivos (2006, p. 4). Confirmando lo indicado, en el medio italiano los pactos parasociales (patti parasociali) son ampliamente empleados por empresas privadas, como también en las coaliciones dominantes de empresas cotizantes (R. Bossi et. al., 2006).

Corresponde reconocer que ciertas disposiciones incorporadas en acuerdos privados entre socios son de necesaria inclusión en los estatutos de la sociedad, a la hora de pretenderse financiación mediante la oferta pública de acciones. Asimismo, una vez en el régimen de oferta pública, las empresas deben informar como hechos relevantes los pactos parasociales que les sean informados por sus socios.

En la negociación de los términos y condiciones para obtener financiamiento en etapas tempranas de la vida del negocio, los inversores en títulos de capital y/o vehículos híbridos, realizan acuerdos intentando asegurar sus objetivos de rentabilidad. Estos acuerdos son previos a las modificaciones estatutarias que resultan necesarias en etapas posteriores, cuando es necesario acudir a nuevas rondas de financiamientos con instrumentos más complejos y la participación

de inversores más sofisticados. En etapas iniciales del ciclo de vida del negocio, la flexibilidad y cambios constantes en los modelos de ingresos y de negocios, tornan costoso e inconveniente el registro de modificaciones estatutarias, que por la condición cambiante de la empresas serán transitorias, por lo que se emplean acuerdos entre partes que son fácilmente modificables y revisados a medida que la empresa crece e incorpora nueva financiación y tipo de inversores.

La estructura de los acuerdos para la incorporación de capital de riesgo se ha ido estandarizando con el crecimiento y consolidación del “private o equity” y “venture capital” como industria o sector dentro del sistema financiero. Adoptando el formato de las firmas de capital de riesgo más reconocidas en los Estados Unidos, típicamente los term sheets tienen entre cinco y ocho secciones (Wilmerding, A., y Staff, A. B., 2006).

4. ESTRUCTURA DE ACUERDOS PARA LA INCORPORACIÓN DE CAPITAL DE RIESGO

Sin perjuicio de los distintos nombres y títulos que se acuerda para las distintas partes del documento, las siguientes secciones normalmente forman parte de los acuerdos necesarios para la incorporación de capital de riesgo:

-Descripción del financiamiento: en esta sección se describen los títulos emitidos por la empresa, y los términos y condiciones de los nuevos títulos que serán emitidos en virtud del acuerdo. En este apartado se detalla el destino que se dará a los fondos, la forma y plazos en las que se integrará la suscripción, el valor pre-money y post-money que surge del valor de la transacción, y la posible existencia de otros participantes previstos o comprometidos para futuras rondas de financiamiento del negocio.

-Declaraciones y garantías de la empresa. Este apartado incluye de manera detallada, información y datos que el comprador ha tenido en cuenta para tomar la decisión de invertir en la empresa, y cuya veracidad acredita el vendedor / emisor. El emprendedor debe revisar con cuidado el listado de manifestaciones que se incluyen en esta sección, ya que el mismo es frecuentemente preparado por el representante legal del inversor, de acuerdo a pautas que se emplean en otras transacciones y no necesariamente aplicables o verídicas en el caso particular de la empresa o negocio en cuestión.

Si algún punto del listado de declaraciones no es verídico, el emprendedor solo debe manifestarlo y tales aspectos conversarse entre las partes, pero tal situación no es necesariamente causal de quiebre en la negociación (deal breaker). Sin perjuicio de lo indicado, no deben dejarse pasar casos de manifestaciones inexactas o falsas, ya que pueden invocarse posteriormente como incumplimientos o maniobras engañosas, sustentando pretensiones de rescisión del acuerdo, de activación de cláusulas de compensación, o de una demanda legal por daños.

El alcance de las declaraciones incluidas en esta sección debe limitarse a cuestiones no triviales, sustantivas, relacionadas con áreas y cuestiones que se pueden considerar dentro del tipo de información que el emprendedor debe controlar y/o conocer.

-Declaraciones del inversor (comprador de títulos). Notablemente más corta que la sección precedente, en este apartado se afirma que quienes negocian y firman los términos del acuerdo, tienen capacidad para contratar a título personal u obligar al fondo de inversión que representan, y atribuciones para comprometer los montos de la inversión. Se asevera y se incluye prueba (en anexos) de las debidas autorizaciones en caso de ser estas necesarias.

Es de práctica usual incluir en esta sección la aclaración de que el adquirente de los títulos se considera a sí mismo un inversor sofisticado, que ha realizado el debido due diligence de la empresa en la que invertirá, y que adquiere los títulos sin la intención de revenderlos ni distribuirlos al público inversor (ofertarlos públicamente).

-Condiciones precedentes. Estas provisiones resultan necesarias cuando el acuerdo o carta de intención se firma de manera previa al de los documentos que legalmente obligan a las partes (deferred closing). En las mismas se especifican las condiciones que deben ser satisfechas para formalizar el closing o para que todas o determinadas condiciones del acuerdo entren en vigencia y resulten efectivas.

-Covenants de la empresa. Son cláusulas de protección mediante las cuales la parte que accede al financiamiento se compromete a realizar determinadas acciones, mantener el negocio dentro de determinados parámetros, o asegurar que no se tomaran determinadas decisiones sin el acuerdo de los inversores. El apartado 6 del presente detalla las disposiciones que generalmente se incluyen en esta sección.

-Covenants del inversor. También se incluyen algunos covenants que representan compromisos del inversor respecto a su participación en futuras rondas de financiamiento de la empresa.

-Derechos de registro, y provisiones relacionadas con la reventa de los títulos a emitir. Los títulos a emitir en el marco del acuerdo, forman parte de una oferta privada, por los que su venta futura a través de oferta pública inicial (la salida natural del negocio para el fondo de capital de riesgo), requiere solicitar la autorización al ente que supervisa la oferta pública de valores (en el mercado local, el llamado “filing” ante la Comisión Nacional de Valores).

Los derechos de registro permiten al inversor realizar el filing de manera unilateral, o demandar a la empresa a que de curso a la misma. También incluyen el derecho del inversor de sumar o incluir sus títulos a cualquier otro registro o filing de títulos que solicite la empresa para ofertar títulos (piggiback rights). Estas cláusulas no generan obligaciones para el agente colocador de la emisión, por lo que los servicios de estos profesionales (tanto en su elección como en la asunción de sus honorarios y costos relacionados) deben preverse al margen de estas provisiones.

Los gastos que se originen en el trámite de registro son normalmente a cargo de la empresa. Ello debe expresamente indicarse, con alcances precisos, en el texto del acuerdo.

El empresario debe tomar como normal y conforme a las prácticas de mercado, la inclusión de cláusulas de indemnidad relacionadas con las declaraciones y manifestaciones reveladas en la documentación presentada a la autoridad de control. En las mismas la empresa se compromete a mantener indemne al inversor, por cualquier reclamo derivado de omisiones materiales, falsedades, o información presentada de manera engañosa en los prospectos o documentos presentados para la obtención del permiso para ofertar públicamente los títulos en cuestión.

-Misceláneas. Esta sección, relevante en los documentos finales y no tanto en las cartas de intención o term sheets, incluyen la elección y explicitación de la jurisdicción aplicable en caso de disputas entre las partes, las direcciones en las que se consideran validas las notificaciones, la previsión de la forma o mecanismos para modificar el convenio, la forma de asignar los gastos relacionados con la transacción objeto del convenio (incluyendo comisiones que deban reconocerse a partes facilitadoras, como finder's fees o broker's fees).

5. ANÁLISIS DE LAS PRINCIPALES CLÁUSULAS

Atendiendo a los aspectos que regulan los acuerdos iniciales, y para facilitar el análisis, se clasifican aquí las cláusulas que normalmente se negocian en el proceso de incorporación de capital de riesgo, en las siguientes categorías:

- Control del negocio y gobernanca
- Monitoreo operativo y financiero de la performance del negocio
- Financiamiento, condiciones y valor de los títulos a emitir
- Opciones de salida del capital de riesgo

5.1 Control del negocio y gobernanca

Siendo las cualidades personales de los emprendedores uno de los aspectos relevantes dentro de las consideraciones para la decisión de inversión que toman los aportantes de capital de riesgo, se demanda a los mismos tanto su permanencia como socios, como su compromiso en cuanto a la participación en la toma de decisiones estratégicas y operativas (se verán más adelante disposiciones en este sentido).

Entre las cláusulas relativas a la gestión del negocio, son comunes los acuerdos de permanencia. Estos tienen la finalidad de asegurar la participación de los emprendedores durante el tiempo mínimo estimado que requerirá el desarrollo del negocio. El plazo mínimo se estipula normalmente como una determinada cantidad de años, siendo también posible establecer condiciones de permanencia en términos de hitos que deberán alcanzarse antes que los emprendedores puedan desvincularse de la empresa.

Por ejemplo, la cláusula de permanencia pueden redactarse de la siguiente manera:

“Con el objetivo de asegurar el pleno desarrollo del proyecto, las partes (socios) pactan su permanencia en la gestión de la empresa hasta que cumpla el tiempo necesario para lograr el desarrollo del negocio, plazo que estiman en cinco años a partir de la firma del Contrato.

El incumplimiento del presente artículo, supondrá la aplicación de las penalizaciones estipuladas en la parte xxxx del Contrato”.

Asegurar la permanencia de los socios fundadores (emprendedores) en el manejo de la empresa durante cierto plazo, es comúnmente complementado con disposiciones que imponen a estos la imposibilidad de transferir la propiedad de los títulos (acciones comunes) que poseen, como tampoco sus correspondientes derechos económicos y políticos. De tal manera, se busca mantener el interés económico y la exposición patrimonial de los emprendedores al éxito del negocio. Concretada la incorporación de los nuevos inversores, los emprendedores pierden grados de flexibilidad en el manejo del mismo, lo cual los puede impulsar hacia la creación de nuevos desarrollos externos a la empresa. Estas cláusulas incorporan un incentivo económico para alinear intereses. Un ejemplo simple de redacción sería:

“Los socios de la Empresa, en virtud del presente Contrato, queda impedidos de vender, transferir, ceder, traspasar y en forma alguna enajenar la propiedad de las acciones de las cuales son titulares a la fecha de firma del Contrato, ni la titularidad de los derechos políticos y económicos inherentes a las mismas durante el periodo de cinco años”.

Es posible establecer condiciones de excepción a la imposibilidad de transferencia de acciones, requiriendo el consentimiento previo de los titulares de los nuevos títulos que se emitan y entreguen a los inversores.

Vinculadas con las estipulaciones anteriores, se incluyen en los acuerdos de incorporación de capital de riesgo cláusulas de no competencia y exclusividad. Los aportes cualitativos de los emprendedores resultan necesarios para desarrollar el negocio, por lo que debe asegurarse que todos sus esfuerzos se dirigen al mismo y no en actividades que de manera directa o indirecta puedan competir con el mismo. Nuevamente, debe tenerse en cuenta que los cambios que supone la incorporación de nuevos socios en la gestión habitual del negocios, y los condicionamientos que añade al proceso de toma de decisiones, normalmente pondrán a los emprendedores fuera de su zona de confort. Ello podría “empujar” a los socios fundadores hacia la creación de nuevos emprendimientos, los que posiblemente tengan alguna relación con el negocio objeto del contrato. Hay situaciones en las que emprendedores, a la vez que negocian el financiamiento de su empresa, se encuentran desarrollando negocios paralelos

legalmente organizados de manera separada y no ofrecida a los inversores. Estas posibles situaciones son normalmente anticipadas por los inversores experimentados y por ello contempladas en los acuerdos.

Los condicionamientos, junto a la quita de flexibilidad y discrecionalidad que la incorporación de capital de riesgo impone a los emprendedores (socios fundadores), conllevan a la necesidad de revisar los esquemas de compensación de la empresa. En tal sentido, planes de participación en la utilidades (profit sharing), otorgamiento de warrants u opciones de compra (stock options plans), y beneficios no monetarios asociados a su participación en la empresa (perks), son mecanismos que buscan mantener la motivación y activo liderazgo de los socios fundadores, una vez que la gestión de la empresa se haya tornado más participativa, controlada, y formal.

La periodicidad de las reuniones de directorio y la representación de los socios fundadores en el mismo son aspectos sensibles, al punto que los inversores requieren establecerlos claramente de manera previa al desembolso de su inversión. Las distintas clases de títulos o grupos de interés con representación en el board, deben controlarse o revisarse a través de acuerdos para lograr la incorporación de fondos de capital de riesgo. La excesiva representación del grupo fundador de la empresa, es vista como un factor de alarma (red flag) por los fondos de riesgo, quienes a través de acuerdos con directores independientes a través de pactos de accionistas, buscan tener la posibilidad de decidir, en determinados casos, en contra de la posición de bloque fundador o coalición del grupo cercano al emprendedor, que a su vez puede estar obligado entre en virtud de pactos de socios preexistentes. El inversor debe asegurarse que de existir, estos pactos han sido revelados y sus términos debidamente informados.

Los inversores en las primeras rondas de financiación suelen ser titulares de participaciones de capital minoritarias en la sociedad. Resulta para ellos fundamental la negociación de cláusulas que les de poder de decisión en determinadas situaciones, las que se estipulan en una sección del acuerdo denominado “aprobaciones especiales” y relacionadas con ciertos covenants listados en el acuerdo. La capacidad de bloquear determinadas iniciativas es determinante para maximizar las probabilidades de alcanzar los objetivos de rendimiento en los plazos aceptables para los fondos de riesgo. Por ejemplo, emisión de deuda o de determinados títulos convertibles, cambios en la compensación de cuadros gerenciales, y compra o venta de activos fijos, son decisiones para las cuales se prevé la necesidad de contar con aprobación de mayorías de la clase de activos en poder del fondo de capital de riesgo. Redacciones como la siguiente suelen definir los ítems para los cuales se requieren aprobaciones especiales:

“Aprobaciones Especiales del Directorio serán necesarias para decidir lo siguiente:

- - *Contratación de personal para cubrir cualquier puesto de Gerente o Sub Gerente,*
- - *Programas de compensación aplicables a los Puestos Jerárquicos, incluyendo los niveles salariales como también los premios o esquemas de compensación variable o sujeto a desempeño.*

- *Programas de otorgamiento de opciones al personal,*
- *Emisión de opciones y acciones derivadas de programas de compensación al personal,*
- *Presupuestos económicos y financieros, planes de financiación, o planes comerciales y de negocios,*
- *Compra de inmuebles o suscripción de contratos de leasing sobre inmuebles,*
- *Compra de bienes de capital o firma de contratos financieros relacionados con la incorporación o uso de los mismos, cuando la adquisición o contrato representen un valor superior a los \$xxxxx, cuando estas transacciones no se encuentren dentro de las inversiones y montos aprobados en el plan de inversiones o presupuesto aprobado por el Directorio,...*

Es frecuente la introducción de cláusulas más generales prescribiendo que en (todos) los casos en los cuales se convoque a votación a las acciones comunes, las acciones preferidas votarán junto a aquellas, como si fuesen todas acciones de una misma clase. A estos efectos, cada acción preferida tendrá la cantidad de votos resultante del número de votos correspondientes a la cantidad de acciones comunes que debieran ser emitidas en el caso que las acciones preferidas sean convertidas en acciones comunes, de acuerdo a las cláusulas de emisión y precio/ratio de conversión correspondientes al momento del cálculo.

A su vez, debe considerarse la relación con los grupos minoritarios de accionistas, sean los inversores de capital de riesgo u otros grupos de accionistas de la empresa. Por ello son comunes las cláusulas llamadas “tag-along” y “drag-along”.

Mediante la inclusión de cláusulas drag-along, los inversores buscan asegurarse el derecho de “arrastrar” a los demás grupos de accionistas hacia la venta de la empresa o del paquete de control, llegado el caso de recibir una oferta de compra. Si es condición necesaria o conveniente para la operación que participen de la oferta una cantidad determinada de acciones (posiblemente la totalidad), será fundamental contar con el poder de arrastrar al resto de los accionistas minoritarios que no estén voluntariamente dispuestos a vender sus tenencias. En la negociación de este tipo de cláusulas se establece normalmente el precio mínimo de venta o la forma de determinarlo, y el plazo de vigencia del derecho (desde que fecha se otorga, y el plazo de expiración).

En el caso de las cláusulas tag-along, lo que se asegura es la participación de los grupos minoritarios, en el caso de salida (venta) de determinado grupo de accionistas. En tal situación, los grupos minoritarios tendrán la oportunidad de “subirse” a la operación, y vender sus acciones en las mismas condiciones. Si el fondo de capital de riesgo logra vender sus acciones a determinado precio, los demás accionistas tendrán entonces garantizada la posibilidad de hacerlo al mismo valor.

En caso de existir una oferta de compra por una cantidad limitada de acciones, inferior al número de acciones a la venta, esta cláusula estipula normalmente el prorrateo como mecánica de asignación.

Este tipo de cláusulas se incluyen a su vez en estatutos de empresas jóvenes cotizantes (requisito en el caso por ejemplo del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) español, que ha sido cumplido por empresas como Imaginarium y Zinkina, obligando al accionista que quiera adquirir un porcentaje superior al 50% del capital social a realizar una oferta de compra dirigida al resto de accionistas; y limitando la venta cuando se reciba una oferta de compra que por sus condiciones de formulación, características del adquiriente y otras circunstancias, el accionista vendedor deba razonablemente deducir que tiene por objeto atribuir al comprador una participación superior al 50% del capital social (Stuyck, 2010, p. 83).

A su vez, son comunes las cláusulas que permiten a quienes cedieron sus acciones, producto del ejercicio de opciones de compra (calls) por parte de otros accionistas o inversores, obtener el precio alcanzado en una futura venta, ya sea se concrete mediante la salida a oferta pública o mediante una transacción privada. Estas cláusulas, conocidas como “catch up clauses”, adicionan al precio de ejercicio del call la diferencia entre este y el precio de venta alcanzado por los accionistas que titulares de las acciones adquiridas a través del ejercicio.

Sin perjuicio de las estipulaciones indicadas, la participación en la gestión operativa de la empresa por parte de los inversores se materializa a través del nombramiento de directores y el cubrimiento de posiciones gerenciales clave. Los alcances en cuanto a la autoridad y el poder de decisión asignado a personas incorporadas por los inversores, deben ser cuidadosamente evaluados. Por un lado, en ocasiones aportan conocimiento técnico y contactos no disponibles para el emprendedor; por el otro, rápidamente se convierten en “intromisiones” en la gestión que el emprendedor está habituado a realizar sin restricciones ni delegaciones. En ocasiones, la pérdida de grados de libertad para tomar decisiones con total libertad es tan frustrante para el emprendedor, que prefiere recomprarle las acciones a los inversores, aunque sea endeudando la firma y/o asumiendo compromisos que ponen a riesgo la misma supervivencia del negocio.

Es común que los inversores en las primeras rondas de financiamiento logren obtener el derecho a designar al menos un representante en el directorio. En las sucesivas rondas, sin embargo, los nuevos inversores se deben conformar frecuentemente con el derecho de participar en carácter de observadores (board observer status). Para una descripción breve de estos mecanismos de monitoreo y estudios sobre la relación entre composición del board y la performance de la empresa, se sugiere entre otros el trabajo de Metrick, A., y Yasuda, A. (2010).

5.2 Monitoreo operativo y financiero de la performance del negocio

Inseparable de los diseños de nuevos esquemas de compensación, y de absoluta necesidad para los nuevos socios resultan los derechos de información y rendición de cuentas, que se incluyen en los contratos. El acceso a información detallada y actualizada, en tanto herramienta necesaria para monitorear el desempeño del negocio, se estipula en los acuerdos en términos del tipo de información, periodicidad, y libertad de acceso a información en caso de serlo requerido.

El tipo de inversor en cuestión determina las formalidades y los alcances de las cláusulas sobre los derechos de acceso a información. Los fondos de capital de riesgo, cuyos gestores deben a su vez rendir cuentas a sus socios, se organizan frecuentemente estableciendo objetivos de rentabilidad elevados y plazos de inversión acotados (entre 3 y 7 años son plazos comunes en vehículos de inversión organizados como fondos cerrados). La necesidad de alcanzar los objetivos de rentabilidad con restricciones temporales, hace que este tipo de inversores demanda detalladas cláusulas de acceso a información y documentación. Los inversores “ángeles” generalmente no tienen mandatos estrictos como el caso de los fondos de capital de riesgo, por lo que son más laxos en cuanto al detalle y formalidad de los requerimientos informativos a incluir en los contratos. El cuadro a continuación brinda una idea de la expectativa de rentabilidad de la inversión en etapas tempranas del ciclo de vida del negocio (rendimientos expresados en dólares estadounidenses):

Etapa de crecimiento	Rendimiento pretendido por VC
Start up	50 - 70 %
Primera ronda	40 - 60 %
Segunda ronda	35 - 50 %
Bridge / IPO	25 - 35 %

A. Damodaran, Valuing Young Companies. 2007

Con el objetivo de maximizar las probabilidades de alcanzar el rendimiento mínimo pretendido, el inversor en capital de riesgo que financia a la empresa en sus primeras rondas de financiamiento replantea la relación e interacción entre la gerencia y el directorio, introduciendo condiciones en la redacción de “term sheets” –como las mencionadas en el apartado anterior.

Dado que la gestión operativa del negocio en gran medida suele quedar en manos del emprendedor, es preciso explicitar hitos de performance que permitan mediciones periódicas de avance en la ejecución de planes y de grados de cumplimiento de los objetivos. Las métricas empleadas dependerán de las características del negocio en cuestión, pero la fijación de metas operativas y de aceptación de mercado son parte de la casi totalidad de estos acuerdos. Ello, sea explicitando las métricas y su correspondiente nivel, o mediante la definición de la mecánica en la que se establecerán las mismas.

El cumplimiento de hitos de performance suele relacionarse con la integración de los desembolsos comprometidos por parte de los inversores. Los mecanismos de “staging”, o de integraciones parciales a medida que se confirma el cumplimiento de distintos hitos, son reconocidos entre las buenas prácticas por parte de los fondos de capital de riesgo. Sin embargo, la condicionalidad genera incertidumbre respecto de la continuidad en el desarrollo del negocio antes una performance sub-par respecto del hito, que podría no invalidar la estrategia de

negocios. Dado que tal situación quedaría a consideración del inversor, el emprendedor debe analizar esta situación con cuidado.

Una pregunta clave en este punto es: ¿Cuáles son las consecuencias de incumplir un hito de performance? Las mismas dependerán de la razonabilidad y buena fe del inversor, como también de los términos de los acuerdos que se firmen entre las partes. En un extremo, por ejemplo, el inversor podría entender que el negocio no es viable (o que no alcanzara la rentabilidad mínima requerida dentro del horizonte temporal que ha establecido para su inversión), e impulsar la liquidación de la empresa (o venta de algunos activos valiosos), teniendo presente sus preferencias en la liquidación, y dejando en situación muy precaria al emprendedor. Son frecuentes las situaciones de empresas rentables, que demuestran capacidad de sobrevivir, pero sin alcanzar la rentabilidad que pretende el inversor de riesgo. Estos casos son particularmente problemáticos ya que los inversores no están interesados en participar de empresas en estas condiciones (al punto que en la jerga denominan a estos casos los “muertos vivos”, o “muertos caminando” – “the walking dead”) y los emprendedores no están dispuestos a liquidar su empresa cuando el negocio exhibe alguna rentabilidad.

De manera inversa el emprendedor, dado su condición de beneficiario residual, estará en una posición que lo incentiva a asumir más riesgo, continuar ejecutando el plan de desarrollo o incluso tomar una instancia más agresiva, ya que el capital puesto a riesgo (si el negocio opera con mínimo patrimonio neto) puede ser mayormente de los acreedores y tenedores de deuda convertible o acciones preferidas. Esto no es más que la atención a la clásica relación de agencia entre acreedores y accionistas, que da lugar a largas y detalladas listas de covenants.

5.3 Financiamiento y condiciones de títulos a emitir

El financiamiento del crecimiento de negocios se concreta mediante la captación de fondos en varias, sucesivas rondas de financiamiento. Una vez completadas las primeras rondas informales, financiadas por inversores ángeles, la incorporación de capital de riesgo demanda la previsión de las formas en las que se cubrirán las necesidades de capital en rondas sucesivas. Los inversores y fondos de capital privado, necesitan resguardar la rentabilidad pretendida ante sucesivas rondas de financiamiento y frente a distintos escenarios de negocios. Para ello requieren la incorporación de cláusulas específicas en los term sheets, que tienen que ver con las formas de integración de la inversión, y los términos y condiciones de los títulos que recibirán, los que frecuentemente son valores convertibles (títulos híbridos que financian el negocio en sus etapas de crecimiento, en la jerga de la industria del capital de riesgo “mezzanine level financing”).

En este sentido, el grupo de VC incluye, en el articulado de los acuerdos, cláusulas que le otorgan poderes especiales para decidir o condicionar rondas adicionales de financiamiento, y/o privilegios en el caso de concretarse las mismas. De esta manera, no solo se aseguran la obtención de una mayor influencia y control, sino también la posibilidad de tomar una mayor

participación en planes de desarrollo de negocios (prospects) muy atractivos, y de esta manera mejorar la administración de los costos (fijos) relacionados con la gestión de sus inversiones en empresas que mantienen en sus carteras (sus portfolio companies).

La práctica del llamado “parlaying” o “doubling up” es frecuentemente incluida en los acuerdos con inversores de capital privado. Consiste en el compromiso, que asumen estos últimos, de adicionar o ampliar la inversión originalmente prevista en la empresa, de manera escalonada y a medida que se cumplen determinados hitos de performance previamente acordados. De esta manera, el inversor se asegura el mantenimiento de un grado de participación mínima en el capital y en la voluntad social de la empresa, a la vez que potencia el rendimiento de las inversiones que han demostrado ser exitosas, incrementado de tal forma las probabilidades de alcanzar las elevadas tasas de rendimiento que demanda el capital que administran. En el modelo de negocios de los fondos de capital privado, resulta crítico el poder limitar el impacto de los casos de fracasos (los que no alcanzan el nivel de rendimiento en el plazo establecido por el fondo) y potenciar al máximo su participación en las empresas “ganadoras” –los “home runs”.

Un aspecto cualitativo vinculado con la importancia de estas cláusulas que aseguran participación en el futuro financiamiento de la empresa, simplemente deviene de la incomodidad de ciertas firmas de VC para trabajar de manera conjunta con ciertos fondos competidores, por lo que se aseguran el derecho de financiar el crecimiento de la empresa sin incorporar capital de otros inversores de riesgo.

En ocasiones, los fondos de capital privado proponen incrementos en el tamaño de la inversión, o demandan cláusulas que les otorgue el derecho a impulsar la salida a oferta pública, en una ronda que representa, para los inversores de capital de riesgo, su “exit” o salida del negocio, es decir la materialización del rendimiento de su inversión en la empresa. Estas estipulaciones incluyen otras vías posibles de salida para el inversor, como la venta privada, o la recompra forzada impuesta al emprendedor bajo determinadas circunstancias.

Un riesgo que presentan las sucesivas rondas de financiamiento se deriva del precio de las acciones que se determine en cada una de ellas. Un desafío de rondas iniciales con precios muy elevados es la mayor probabilidad de que el precio de las futuras rondas sea igual o inferior (flat round o down rounds) al pagado por el inversor en las rondas previas.

Las cláusulas anti dilución (downside protection), se establecen precisamente como medida de protección contra emisiones con descuento en sucesivas rondas de financiamiento. En la jerga de la industria del capital de riesgo, la dilución se origina frente a la aceptación de valuaciones pre-money¹ inferiores al precio post-money alcanzado en la ronda anterior. Los inversores en esta última son quienes sufren la dilución.

¹ La valuación o valor “pre money” se obtiene multiplicando el número de acciones emitidas por la empresa (incluyendo el correspondiente a opciones y warrants, si los hubiere), por el precio por acción previsto para la transacción (indicado en el term sheet). El valor “post money” de la empresa es el resultante de sumar a la valuación pre money, el monto de dinero a captar en la transacción en títulos representativos de capital propio. Este último valor refleja las expectativas de performance futura de la empresa.

Una forma en la que las cláusulas anti-dilución proveen protección se logra mediante la introducción de mecánicas de ajuste en el precio de conversión de las acciones preferidas y títulos convertibles, emitidos a favor del inversor de riesgo. Estos mecanismos se activan en el caso de futuras rondas de financiamiento que resulten dilutivas para los tenedores de las acciones preferidas.

Por ejemplo, en la protección del tipo “full ratchet”, el costo de las acciones y el porcentaje de tenencia de los inversores de capital de riesgo se ajustan de manera tal que su situación resulte idéntica a la que obtendría en caso de invertir a los precios de la nueva ronda. Claramente, el efecto dilutivo golpea a las acciones comunes por lo que el emprendedor debe considerar el riesgo de las altas valuaciones en la ronda inicial, con vistas a las condiciones y consecuencias de la obtención de futuro financiamiento.

La necesidad de acceder a futuras rondas de fondeo, da lugar a la búsqueda de mecanismos que aseguren el voto alineado de los emprendedores - fundadores con el del grupo inversor. Ello en cuanto a la forma y tiempo de captación de fondos ante futuras necesidades de financiamiento, incluyendo el acceso al financiamiento a través del endeudamiento - leveraging.

También previstas como cláusulas protectivas para el inversor de riesgo, en caso de acceder la empresa a futuras rondas de financiamiento, son comunes aquellas que otorgan al inversor influencia sobre posibles ventas de acciones, comunes o preferidas, reteniendo el poder de restringir las mismas o gozar del derecho a comprarlas en las condiciones ofrecidas. Las acciones no adquiridas en ejercicio de este derecho, pueden ser ofrecidas mientras no lo sean en términos más beneficiosos. Estas son las cláusulas llamadas en la industria del capital privado “right of first refusal” y “right of first offer”.

Normalmente estos derechos no alcanzan a las acciones que se otorgan en el marco de “stock option plans” aprobados por el Directorio, y que forman parte de la compensación a gerentes y directivos.

Los derechos que otorgan las cláusulas anti dilución expiran normalmente al momento de verificarse una oferta pública de acciones que permitan vender las tenencias del inversor o fondo de venture capital (definida en los contratos como “Qualified IPO”) o a la firma de un contrato de underwriting. En estos eventos, la salida del inversor se encuentra garantizada, y la simplificación de la estructura de capital y la de las clases de títulos emitidos por la empresa, imprescindibles para la incorporación de capital a través de una oferta pública de acciones, se encuentra ya alcanzada a satisfacción del underwriter. En esta situación, las cláusulas de protección ya no son tan necesarias para el inversor y su permanencia podrían ser cuestionadas por los agentes colocadores.

5.4 Opciones de salida para el capital de riesgo

Ante la posible inacción o demoras en impulsar la venta de acciones a través de la oferta pública, por parte de la Gerencia o Directorio de la empresa, los inversores incorporan en los acuer-

dos cláusulas que les permiten, bajo ciertas condiciones, forzar el registro de oferta pública de sus títulos, de acuerdo a los trámites y procedimientos de la legislación vigente. Estas disposiciones se encuentran entre los llamados derechos de registración o filing (registration rights). Una forma en que estos derechos se incorporan en los acuerdos, es a través de un acuerdo de acciones que resulte en garantía de voto favorable ante propuestas de iniciar gestiones necesarias para la salida a oferta pública. El pacto que permite forzar la salida oferta pública (demand rights) está presente en la casi totalidad de acuerdos en los que participan fondos de capital privado.

La tasa de mortandad de emprendimientos y empresas jóvenes suele ser elevada, incluso para aquellas receptoras de financiamiento de inversores ángeles y/o de fondos de capital privado. La situación de la empresa exitosa que se financia con capital de riesgo y gana fama y prestigio a través de su salida a bolsa es, en términos de Shane, “the rarest of rare events” (2009, pág. 6). Ello hace a la importancia de la cuidadosa redacción de cláusulas que establezcan preferencias en eventos de liquidación, que demandan los inversores en protección de su capital invertido.

Las cláusulas de preferencias en la liquidación, otorgan al tenedor de deuda convertible o de acciones preferidas (frecuentemente la clase de título que se emite a favor del inversor), el derecho a recibir, ante el evento de liquidación de la empresa, los dividendos acumulados no cobrados y también un monto que se estipula como múltiplo del valor de la inversión realizada por el inversor (precio pagado). Una vez cubiertos estos pagos, el remanente de la liquidación se distribuye a prorrata entre las acciones comunes y las acciones preferidas, de acuerdo a las condiciones de conversión establecidas para estas últimas. Corresponde recordar que tanto situaciones de fusión como de venta del paquete de control o de la mayoría de los activos de la compañía, son calificados explícitamente en los acuerdos como eventos de liquidación a los efectos de la aplicación de estas cláusulas.

Finalmente, se advierte que no siempre el modelo de crecimiento mediante el empleo de capital de riesgo resulta conveniente para desarrollar la empresa. Como reconoce J. Lerner (2012): “While the venture model works very well in certain industries in certain places at certain times, it is not a one-size fits-all”.²

6. COVENANTS

El capital de riesgo frecuentemente invierte en la empresa a través de acciones preferidas o deuda convertible. Como sucede en el financiamiento a través de bonos u obligaciones sin opciones (straight bonds), resulta necesaria la inclusión de cláusulas de protección para el

² “Mientras que el modelo del capital de riesgo funciona muy bien en ciertas industrias en algunos lugares y en determinados momentos, no es un modelo que funciona para todos los casos”.

acreedor. Estas disposiciones, llamadas en la jerga “protective covenants” o “restrictive covenants”, son promesas incluidas en acuerdos de financiamiento o contratos de endeudamiento, de realizar determinados actos y no realizar otros actos especificados (Downes y Goodman, 2010). Cuando más control del directorio es otorgado al inversor, menor es la demanda de covenants o restricciones demandadas por este. Inversamente, cuando el inversor adquiere títulos de deuda (debtor-oriented deals), y no adquiere control del directorio, es necesaria la incorporación de un extenso listado de covenants.

Como reconocen Gompers y Lerner (1995), a pesar tener objetivos y estructuras similares, los fondos de capital de riesgo han mostrado emplear covenants de forma muy heterogénea. La sección del acuerdo o carta de intención donde se listan los covenants, es efectivamente adaptada a las características individuales de cada deal (Pratt, 1981, p. 165).

Entre los covenants usualmente empleados en los convenios de incorporación de capital de riesgo, como en la emisión de deuda de mediano o largo plazo, se encuentran los siguientes:

- **Covenants positivos** (affirmative covenants). Son compromisos de hacer, de realizar determinadas acciones. Entre ellos:

a. Mantener vigentes y estado de uso o explotación todos los derechos, patentes, marcas, licencias, certificaciones, empleando los mismos solamente en el tipo de negocios descriptos en las declaraciones y garantías expresadas en el convenio.

b. Pagar y cumplir en tiempo y forma todos los impuestos, tasas y sentencias impuestas a la empresa. Estas declaraciones incluyen el compromiso de evitar llegar a situaciones de incumplimiento (default). Específicamente, en casos se incorpora una cláusula separada indicando el compromiso de pagar el tiempo y forma los servicios de los títulos emitidos a favor de los titulares de los títulos a emitirse en el marco del convenio.

c. Cláusulas de reparación y mantenimiento son también incorporadas en algunos casos. Estas indican que la empresa deberá mantener el equipamiento y cualquier otro activo necesario en buenas condiciones operativas, incluyendo los permisos, licencias o derechos vinculados al uso de los mismos para el correcto desenvolvimiento o desarrollo del negocio.

d. La empresa debe mantener o contratar los seguros que son normales en el tipo de negocio que desarrolla la empresa. El alcance abarca a las contingencias derivadas de las acciones de personas, de la operación de activos, o de riesgos externos o de terceros.

e. También se compromete la empresa a contratar seguros de vida cubriendo a los gerentes principales y personal clave. El monto cubierto debe guardar relación con el monto de los títulos emitidos a favor del inversor, y el pago de las pólizas debe realizarse de manera directa a los tenedores de los mismos.

f. La incorporación de determinadas personas al desarrollo del negocio es de vital importancia para ciertos inversores. La obligación de contratar a determinados ejecutivos, de acuerdo a determinadas condiciones, incluyendo la incorporación de cláusulas de confidencialidad,

y de no competencia por una determinada cantidad de años una vez dejada la empresa, son ejemplos del tipo de condiciones que demandan los inversores.

g. Cláusulas de “cambio adverso”. Mediante estas disposiciones el emprendedor se obliga a informar al inversor, de forma inmediata, cualquier evento o condición que suponga un cambio material en las condiciones del negocio, sean estas de tipo financiero, legal, o de cualquier otro tipo.

h. El inversor puede requerir una cláusula que comprometa a la empresa a mantener o implementar un sistema adecuado de contabilidad y de control interno, produciendo en tiempo y forma estados financieros completos y de acuerdo a determinados principios o normas de valuación y exposición.

i. De manera consistente con las proyecciones del negocio que realice el emprendedor, se incluyen cláusulas comprometiendo a la empresa a mantener determinados niveles de deuda, de capital de trabajo, capital propio, o cobertura de intereses o de cargos fijos. Este tipo de cláusulas son más comunes cuando los títulos a emitirse tienen más atributos de deuda que de capital propio.

j. La empresa se obliga frente al inversor a permitir el ingreso o acceso a sus dependencias, sea para realizar inspecciones en los activos físicos empleados en el negocio, o para inspeccionar los registros contables, operativos, legales y financieros.

k. El inversor solicita en ciertos casos se explicita mediante covenants el uso o aplicaciones de los fondos que aporte al negocio.

- **Covenants negativos** (negative covenants). Incluyen acciones o situaciones que los empresarios se comprometen a no realizar o evitar. Por ejemplo:

-Los emprendedores se comprometen a no introducir cambios en la naturaleza del negocio, respecto de cómo el mismo se ha presentado en la secciones de declaraciones y garantías del convenio.

-Condición de libres de toda disputa o condicionamiento de todas las acciones emitidas por la empresa. Tal situación debe mantenerse, sin poder los accionistas ofrecer la totalidad o parte de sus tenencias en garantías de ninguna obligación.

-Se estipula la imposibilidad de aprobar y distribuir dividendos, como la de emitir nuevas acciones o títulos convertibles sin el previo consentimiento unánime por parte de los accionistas y de los tenedores de títulos híbridos.

-Los accionistas emprendedores se obligan a no formalizar cambios en los estatutos de la empresa si el expreso consentimiento del comprador de los títulos a emitirse (inversor). Este tipo de cláusulas pueden ser de alcance general, o especificar que modificaciones en particular requieren la aprobación del inversor.

-Son comunes los covenants que limitan o prohíben la emisión de cualquier título (incluyendo instrumentos convertibles u opciones), que produzca la dilución de la posición del

inversor en la estructura de propiedad de la empresa. Se suele excluir expresamente como excepción a las acciones que deban emitirse en cumplimiento de los planes de compensación al personal jerárquico de la empresa (opciones, acciones y/o warrants).

-La posibilidad de rescatar acciones o títulos convertibles, se restringe mediante la redacción de covenants negativos. Los mismos pueden exceptuar a títulos que ya incorporan obligación de recompra (putables), o emitidos en cumplimiento planes de compensación a personal clave.

-Es común la inclusión de provisiones que impiden que la empresa constituya garantías reales sobre sus activos, u otorgue derechos sobre los mismos, sin la autorización del inversor. Son comunes disposiciones que excluyen determinados activos, como por ejemplos préstamos hipotecarios o prendarios previstos en el plan de inversiones de la empresa.

-Se limitan también mediante covenants negativos las inversiones en otras compañías.

-Muy usadas son asimismo las cláusulas que impiden la distribución de dividendos hasta determinadas fechas o hasta que determinados hitos de performance hayan sido cumplidos. De manera menos restrictiva, se establecen en ciertos casos limitaciones al monto de dividendos o pagos al accionista, o al porcentaje de las utilidades o fondos generados por el negocio.

-Es común establecer la prohibición de otorgar préstamos a gerentes, accionistas o personal de la empresa sin la aprobación del directorio. En este caso, debe preverse si votan los títulos convertibles de acuerdo a mecanismos expresamente previstos. También se limita mediante covenants la cantidad de personal que pueda contratar, monto de servicios de índole profesional contratar, o plazo máximo por el cual se contratan servicios de esta índole.

En ocasiones, se prevé como un covenant en protección del emprendedor, el compromiso impuesto al inversor de participar, en determinadas condiciones (monto, plazos, tipo de títulos, etc.), de una o varias futuras rondas de financiamiento.

7. ASPECTOS CUALITATIVOS RELEVANTES

En la instancia de análisis y negociación de los acuerdos que estructurarán las relaciones societarias y económicas de la empresa, es de la mayor importancia tener siempre presente los aportes de intangibles no cuantificados que realizan las partes, y el valor que se asigna a una serie de aspectos de naturaleza cualitativa. Entre ellos se destacan: la estrategia de la empresa plasmada en claridad de objetivos e hitos explícitamente indicados en el acuerdo, identificación y enumeración de los intangibles necesarios para un exitoso posicionamiento, distinguiendo cual es la parte que los controla o aporta (patentes, prestigio y trayectoria del equipo gerencial, posición en el nicho, ubicación, contactos), la condición de “traje a medida” o adecuación de los aspectos cualitativos y cuantitativos a la particular situación del emprendimiento y de su modelos de crecimiento y creación de valor.

Los inversores en capital de riesgo, en ciertos casos, tienen experiencia, relaciones, y conocimiento especializado en términos de sector económico, segmento de negocio, o mercado geográfico. Tal situación genera intangibles a considerar. La inversión en una empresa puede explicarse como complemento de una inversión ya realizada en el sector (con una estrategia que puede ser diferente a la que motiva al emprendedor), lo que eventualmente presenta ventajas y desventajas a analizar. Los inversores que no tienen experiencia en el mercado al que se dirige desarrollo de la empresa, ni demuestran interés y entusiasmo con el negocio, más allá de su potencialidad en la generación de elevados rendimientos sobre el capital invertido, serán menos flexibles en la negociación de los acuerdos, impondrán disciplina y rigidez en la gestión y monitoreo del negocio, y aunque con menor injerencia en la operatoria diaria de la empresa (mientras la misma cumpla los hitos de performance).

Resulta útil para el emprendedor conocer que ciertos perfiles de empresas o emprendedores frecuentemente no obtienen apoyo de inversores de capital de riesgo. Estas situaciones no resultan subsanables a través de mejores en términos de diseño de covenants o incorporación de particulares disposiciones paracontractuales. Dos de estos perfiles son conocidos como el “technologist”, y el “visionario”.

El technologist representa al emprendedor focalizado excesivamente en los atributos y funcionalidades técnicas de su producto o servicio. Tiene conocimiento y control sobre las cuestiones tecnológicas y/o de producción, a las que dedica gran parte de su tiempo y atención. Aun en casos de tecnologías revolucionarias y con alto potencial de mercado, si la persona detrás de la misma no tiene habilidad o sentido de negocio, el tiempo de discusión y negociación permanente que son requeridas hacen que la tasa de éxito (hit rate), resulte baja en estos casos.

El visionario, por su parte, erra en el timing de mercado. Presenta un negocio para el que aun no existe demanda suficiente. El problema de esta situación es doble: por un lado se mantiene la empresa en funcionamiento, pagando sueldos e incurriendo en costos fijos; por el otro, durante el tiempo en el que se desarrolla el mercado siempre existe el riesgo de quedar obsoleto por saltos en el desarrollo tecnológico. Quien está adelantado, o ha quedado atrasado, representa para el inversor dos versiones del mismo problema: modelos de negocio para el cual no hay mercado actual.

Otra consideración cualitativa refiere a la incorporación de socios estratégicos, además de los inversores en capital de riesgo. Los socios estratégicos pueden impedir futuras asociaciones con otros socios, bloquear una posible venta de la empresa, o alguna inversión estratégica en el futuro. Tal situación puede ser vista por estos como una luz roja, por lo que podrían demandar poderes de veto o cláusulas que comprometan a los emprendedores a votar en concordancia con la posición de aquellos (normalmente estas cláusulas se incorporan en la sección Aprobaciones Especiales).

8. CONCLUSIÓN

El crecimiento de empresas requiere financiamiento. Restringir el mismo al capital de los socios fundadores y al disponible mediante el acceso al endeudamiento, genera riesgos y limitaciones que en parte explican por qué en ciertos mercados sea muy limitada la creación y desarrollo de empresas que se “gradúen” de grandes, y no solo se sumen a la población de Pymes perennes.

El acceso a capital privado, que comparta el riesgo empresario, permita fortalecer la gestión de la empresa, y expandir su base de capital y capacidad de endeudamiento, requiere que el emprendedor acuerde con inversores las condiciones de títulos nuevos a emitirse, y establezca pautas de gobernanza y de gestión. Para ello es fundamental que el emprendedor se familiarice con los términos y cláusulas que ya son estándar en una industria que lleva ya varias décadas de desarrollo.

La madurez que ha ido alcanzando la industria del capital de riesgo en mercados desarrollados generó cierta estandarización en cuanto a la estructura y secciones de los acuerdos que emplean las firmas de capital de riesgo. Estos describen en su primera parte la estructura de capital y los títulos emitidos por la empresa, junto con el detalle de condiciones de los títulos a emitir en virtud del convenio, y la valuación de la empresa que surge del precio acordado. Luego se suceden declaraciones y garantías que manifiestan las partes, y se listan condiciones precedentes a cumplir para que el convenio resulte efectivo. Las secciones finales de los convenios detallan cláusulas protectivas o covenants, junto a derechos que se otorgan al inversor para garantizar la posibilidad de liquidar si inversión dentro de los límites temporales a los que ajusta su estrategia.

El empresario que accede al capital de riesgo está dispuesto a cambiar la forma en la que gestiona su negocio. El cambio opera fundamentalmente sobre el proceso de toma de decisiones relevantes, la estructura de relaciones entre el personal clave y los accionistas, y la rendición de cuentas de la performance obtenida. El emprendedor necesita familiarizarse con la visión de la empresa desde la posición del inversor, para luego diseñar, de acuerdo a su estilo y su estrategia, las disposiciones sobre control interno y gobernanza, estructura de incentivos gerenciales, y monitoreo permanente de la operatoria de la empresa. Ello, al margen de las cuestiones financieras y alternativas de salida que deban brindarse a los inversores.

El conocimiento práctico de los términos y condiciones que deben negociarse para la incorporación de capital de riesgo, y la atención a los efectos cualitativos que genere la transacción, deben ser incluidos de manera temprana en los planes de desarrollo de negocio del emprendedor. Divulgar las condiciones de negociación y las prácticas asentadas en mercado de capital de riesgo, facilitan el acercamiento entre emprendedores e inversores de riesgo. Desarrollar y afianzar esta relación significa para la economía la posibilidad de creación de un mayor número de empresas con vocación de crecimiento sostenido, para las cuales su condición de Pyme es solo breve estado en su ciclo de vida.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Venture capital in transition: A Monte-Carlo simulation of changes in investment patterns *Journal of Business Venturing*, Volume 2, Issue 2, Pages 103-12. Howard H. Stevenson, Daniel F. Muzyka, Jeffrey A. Timmons.

Bossi, R., Giudici, G., & Minenna, M. (2006). La reazione del mercato borsistico Italiano ad annunci relativi a patti parasociali (Impact of the Announcement of Shareholders' Agreements on the Italian Stock Market). Available at SSRN 2567330.

Caballero, A. (2007). Capital de riesgo: el "fermento" de la economía. *Ensayos de Política Económica*, 1.

Chemla, G., & Habib, M. A. Ljungqvist, (2007), "An Analysis of Shareholder Agreements". *Journal of the European Economic Association*, 5(1), 93-121.

Downes, J., & Goodman, J. E. (2010). Dictionary of finance and investment terms. Barron's educational series.

Fridman, S. A. (2006) Hacia un nuevo orden público societario.

Gompers, P. A., & Lerner, J. (1995). The use of covenants: An empirical analysis of venture partnership agreements. Available at SSRN 6086.

Henao, L. (2013). Pactos Parasociales, Los. *Revista Derecho Privado*, 25, 179.

Kantis, H. (Ed.). (2004). Desarrollo emprendedor: América Latina y la experiencia internacional. IDB.

LAVCA (2014). Legal Guía para la preparación de Cartas de Intención de Venture Capital y Private Equity.

Lerner, J. (2012). The architecture of innovation: The economics of creative organizations. Harvard Business Press.

Metrick, A., y Yasuda, A. (2010). Venture capital and the finance of innovation. VENTURE CAPITAL AND THE FINANCE OF INNOVATION, 2nd Edition, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, eds., John Wiley and Sons, Inc.

Pratt, S. E. (1981). How to raise venture capital. Guide to Venture Capital Sources Charles Scribner's Sons.

Rey, J. F. (2012). Los pactos parasociales en las sociedades de capital no cotizadas. Marcial Pons.

Shane, Scott. "Fool's Gold: The Truth Behind Angel Investing in America. "OUP Catalogue" (2009).

Stuyck, M. G. (2010). El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las pymes. *Revista Española de Capital Riesgo*, 1, 81-86.

Wilmerding, A., & Staff, A. B. (2006). Term Sheets & Valuations-A Line by Line Look at the Intricacies of Term Sheets & Valuations.

CURRICULUM VITAE

Hernán Alonso Bafico

MSc. Finance University of Denver; International MBA University of Denver; MBA Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires.

Profesor titular de Finanzas de Empresas, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de La Plata. Profesor de posgrado: UNICEN, UBA, UNNE, UNLPam, UNMdelP, UNLP, UNPSJB, UNS, Univalle (Bolivia). Profesor de la Escuela de Negocios de la Universidad Católica Argentina (UCA).

Miembro del Comité Académico del MBA y Escuela de Negocios. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de La Plata.

hernan.alonsobafico@econo.unlp.edu.ar