

## 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: ninguna 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 pre-money 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.

	<b>Dividendo acumulado</b>	<b>Dividendo no acumulado</b>
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.

	<b>Dividendo acumulado</b>	<b>Dividendo no acumulado</b>
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.<sup>1</sup>

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

<sup>1</sup> 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:

<b>Favorable al inversor</b>	<b>Favorable al emprendedor</b>	<b>Equitativa</b>
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.

The screenshot shows an Excel spreadsheet with two tables comparing liquidation preference scenarios for VC 2. The first table, 'SIN PREFERENCIA DE LIQUIDACIÓN PARA VC 2', shows that VC 2 receives 33% of the exit value (1,866,467) and a 0.8x multiple. The second table, 'CON PREFERENCIA DE LIQUIDACIÓN PARA VC 2 (1 VEZ LA INVERSIÓN)', shows that VC 2 receives 33% of the exit value (3,000,800) and a 1.5x multiple. The spreadsheet also includes input fields for contributions, pre-money valuation, and exit price.

	Fundación	Primera ronda	Segunda ronda	Valor en salida	Multiplo
	Caja aportada	Caja aportada	Caja aportada		
Promotores	20.000	20.000	20.000	2.333.333	116,7
VC 1		300.000	300.000	1.000.800	3,3
VC 2			2.000.000	1.866.467	0,8
<b>Total</b>	<b>20.000</b>	<b>320.000</b>	<b>2.320.000</b>	<b>5.000.800</b>	

  

	Fundación	Primera ronda	Segunda ronda	Valor en salida	Multiplo
	Caja aportada	Caja aportada	Caja aportada		
Promotores	20.000	20.000	20.000	1.400.800	70,0
VC 1		300.000	300.000	600.000	2,0
VC 2			2.000.000	3.000.800	1,5
<b>Total</b>	<b>20.000</b>	<b>320.000</b>	<b>2.320.000</b>	<b>5.000.800</b>	

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	Segunda ronda	Valor en salida	Multiplo		
Promotores	++D19	1	++D10	++E10*(1-H12)	++G10	++H10*(1-K14)	++K10*\$D\$23	++M10/D10
VC 1			++G19	++G19*(G20+G19)	++G12	++H12*(1-K14)	++K12*\$D\$23	++M12/G12
VC 2					++J19	++J19*(J20+J19)	++K14*\$D\$23	++M14/J14
Total	%SUMA(D10:D15)	%SUMA(E10:E15)	%SUMA(G10:G15)	%SUMA(H10:H15)	%SUMA(J10:J15)	%SUMA(K10:K15)	%SUMA(M10:M11)	

  

Aportación	20000	300000	200000
Valoración premoneda		700000	400000
Precio venta	5000000		

  

CON PREFERENCIA								
Fundación	Caja aportada	Porcentaje	Primera ronda	Segunda ronda	Valor en salida	Multiplo		
Promotores	++D10	++E10	++G10	++H10	++J10	++K10	++(D23-J19)/K31	++M32/D32
VC 1			++G12	++H12	++J12	++K12	++(D23-J19)/K31	++M34/D34
VC 2					++J14	++K14	++J19*(D23-J11)/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 únicamente 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.

Reparto de ganancias con dividendos especiales		Sin dividendos		Con dividendos		Sin dividendos		Con dividendos	
Euros		Sin liquidación preferente	Porcentaje	Sin liquidación preferente	Porcentaje	Con liquidación preferente	Porcentaje	Con liquidación preferente	Porcentaje
6	Inversión del VC	500.000		3.225.000	67%	3.150.000	67%	2.875.000	60%
7	Porcentaje del VC en la empresa	30%		1.675.000	34%	1.850.000	37%	2.025.000	41%
8	Año de salida	5							
10	Precio de venta	5.000.000		5.000.000		5.000.000		5.000.000	
12	Dividendo preferente del VC (%)	30%		3x		4.1x			
13	(Como porcentaje de su inversión)			24,8%		27,4%			
18	Liquidación preferente								
19	Número de veces la inversión	1							
21	Reparto de dividendos	250.000							
22	Monto de la liquidación preferente	500.000							

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.

			Sin dividendos	Con dividendos	Sin dividendos
			Sin liquidación preferente	Sin liquidación preferente	Con liquidación preferente
			Porcentaje	Porcentaje	Porcentaje
6	Inversión del VC	500000			
7	Porcentaje del VC en la empresa	9,3			
8	Año de salida	5			
9	Precio de venta	5000000			
13	Dividendo preferente del VC (%)	0,1			
14	(Como porcentaje de su inversión)				
18	Liquidación preferente				
19	Número de veces la inversión	1			
21	Reparto de dividendos	=C13*OP/C9			
22	Montante de la liquidación preferente	=C18*O6			

**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 ecuanímes 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-