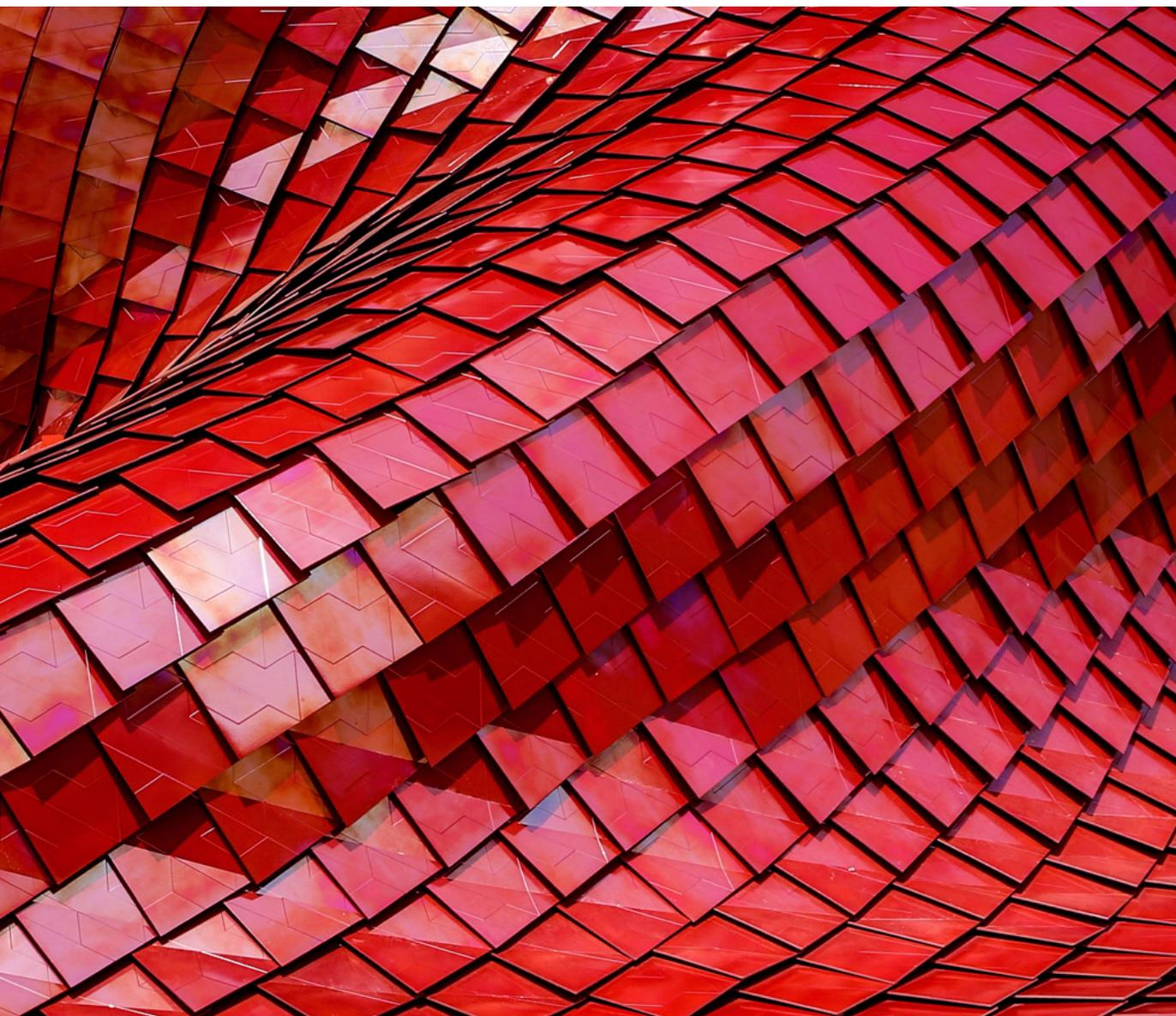


Diez claves en la negociación de las operaciones de venture capital

Diciembre de 2022





Índice

Introducción	5
<hr/>	
Visión general del mercado	
<hr/>	
Evolución del mercado	6
Origen de la inversión	7
Sectores más activos	7
<hr/>	
Nuestra práctica de <i>Venture Capital</i>	9
<hr/>	
Cuatrecasas: Qué ofrecemos	10
<hr/>	
Diez claves en la negociación de las operaciones de venture capital	
<hr/>	
1. Tipología de las operaciones	12
2. Estructura de las operaciones	13
3. Autorizaciones regulatorias	14
4. Destino y uso de los fondos	15
5. Responsabilidad de los socios fundadores frente a los socios inversores	16
6. Derechos políticos de los socios	17
7. Restricciones a la transmisión de participaciones sociales	18
8. Derechos antidilución de los inversores en nuevas “down-round”	19
9. Derechos económicos de los socios	20
10. Compromisos y derechos para los fundadores y el personal clave	21
<hr/>	
Key contacts	23





Introducción

La inversión de los fondos de *venture capital* (“VC”) en *startups* (sociedades emergentes, que operan en el sector tecnológico o con un fuerte componente de innovación y con alto potencial) ha tenido un crecimiento muy relevante en España en los últimos años. La financiación del VC ha demostrado ser esencial para el crecimiento y expansión de las *startups*.

Las inversiones en *startups* se ejecutan principalmente a través de rondas de financiación, una vez la sociedad ya está en funcionamiento, si bien hay fondos y otro tipo de inversores que comienzan su apoyo a los emprendedores en la constitución de la sociedad. El perfil de inversor que entra en cada ronda es diverso (“*family, fools and friends*”, incubadoras, aceleradoras, *business angels*, fondos VC o *corporate ventures*), y depende del estado de madurez en que se encuentra la *startup* (“*seed*”, arranque o “*growth*”, crecimiento).

Las operaciones de inversión de VC presentan unos rasgos característicos que las diferencian de las de *private equity*. En síntesis, a diferencia del *private equity*, que destina sus fondos a sociedades consolidadas en las que toma una participación, en general, mayoritaria, el VC diversifica su inversión en sociedades en fases tempranas de su desarrollo en las que invierte participaciones minoritarias.

La inversión del VC exige un asesoramiento jurídico especializado, que conozca las prácticas de mercado, ya que las operaciones se ejecutan siguiendo un calendario ajustado, en el que deben considerarse múltiples riesgos e intereses.

En este documento hacemos un análisis del mercado español de VC durante 2021 y 2022, así como un resumen de los rasgos característicos de estas operaciones.

Visión general del mercado

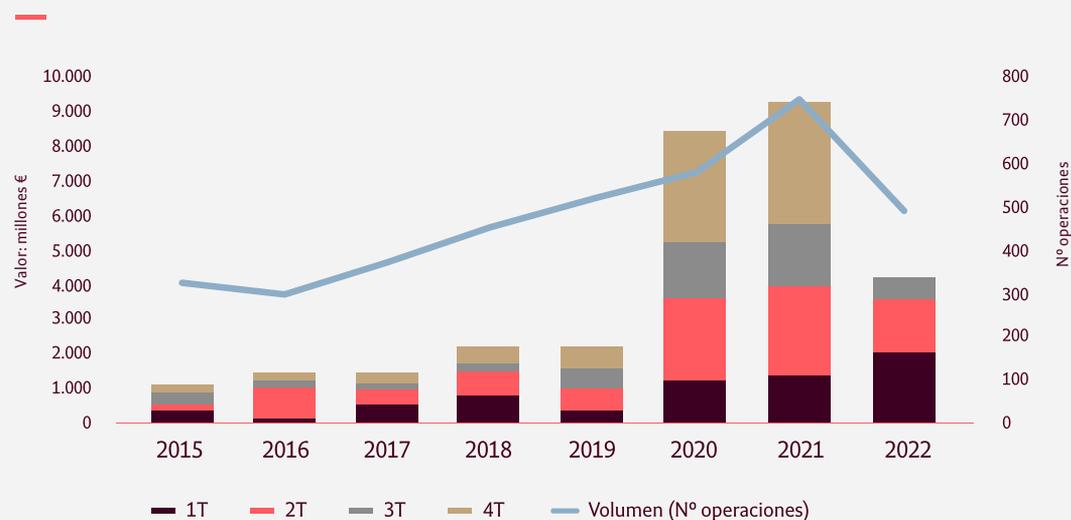
Evolución del mercado

Después del despegue vivido en 2020, el mercado de VC en España registró de nuevo un año histórico en 2021 al alcanzar máximos tanto en valor como en número de operaciones, superando en ambos casos las cifras de años anteriores.

Según los datos de TTR en España, en el mercado de VC en 2021 se llevaron a cabo 744 transacciones con un importe agregado de €9.251 millones, lo que implica un aumento del 29% en el número de transacciones y un crecimiento en el importe de las mismas, en términos interanuales.

Operaciones de VC en España 2015-3T2022

(Fuente: TTR)



Otros organismos como SPAINCAP confirman este hito arrojando datos en esta línea: el VC en 2021 superó todos los máximos históricos, tanto en valor (+139%) como en número de operaciones (+15%).

En 2022 se está frenando la tendencia, con una disminución tanto de la actividad como del valor de las operaciones, especialmente a partir del segundo trimestre en el que se han comenzado a notar los efectos de la situación macroeconómica. A pesar de este hecho (y gracias a la intensa actividad durante el primer trimestre del año, que comenzó con la inercia del ejercicio anterior), en el tercer trimestre del año ya se han superado las cifras alcanzadas en los ejercicios completos anteriores a 2020.

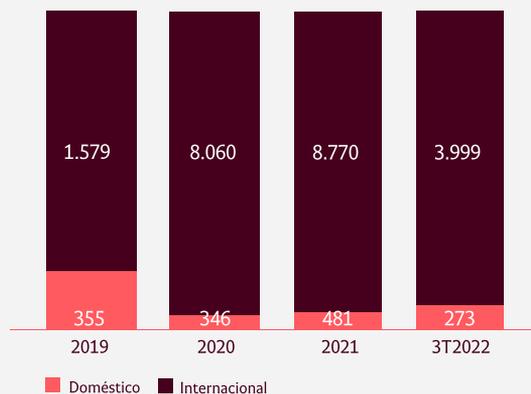
Origen de la inversión

En cuanto al origen de la inversión, si bien la mayor parte de operaciones son domésticas (aunque reduciendo su cuota progresivamente), los inversores internacionales se enfocan en las transacciones de mayor valor, representando el 95% del valor total del mercado español.

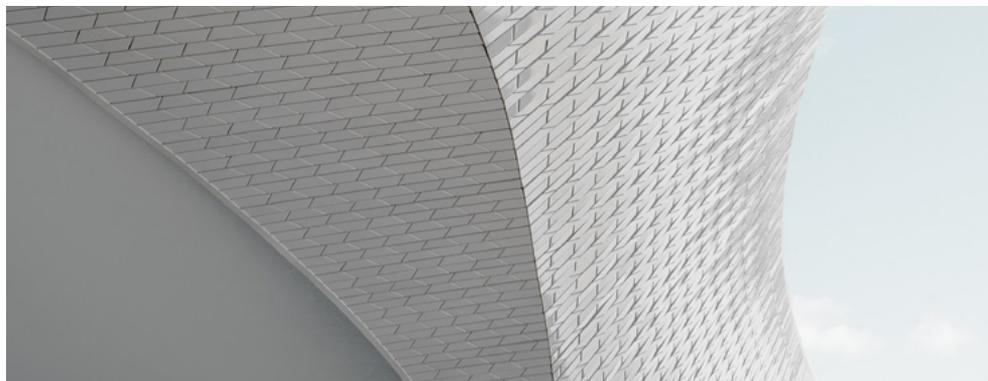
Ámbito de las operaciones de VC en España
(por volumen) 2019 vs 2020 vs 2021 vs 3T2022
(Fuente: TTR)



Ámbito de las operaciones de VC en España
(por valor) 2019 vs 2020 vs 2021 vs 3T2022
(Fuente: TTR)



SPAINCAP corrobora esta tendencia en 2021, donde el récord del mercado tuvo mucho que ver con el VC de procedencia internacional.

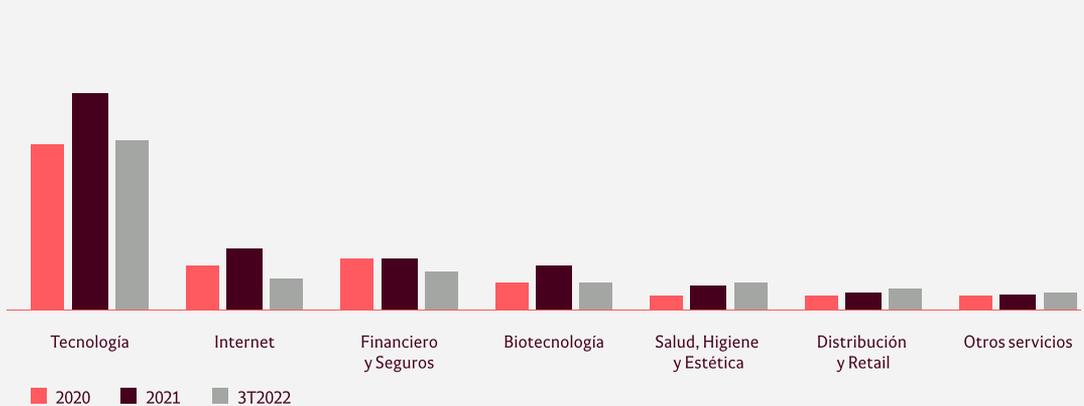


Sectores más activos

El mercado está claramente dominado por el sector tecnológico e internet, incrementando ambos tanto el volumen de operaciones como el valor de las mismas en 2021.

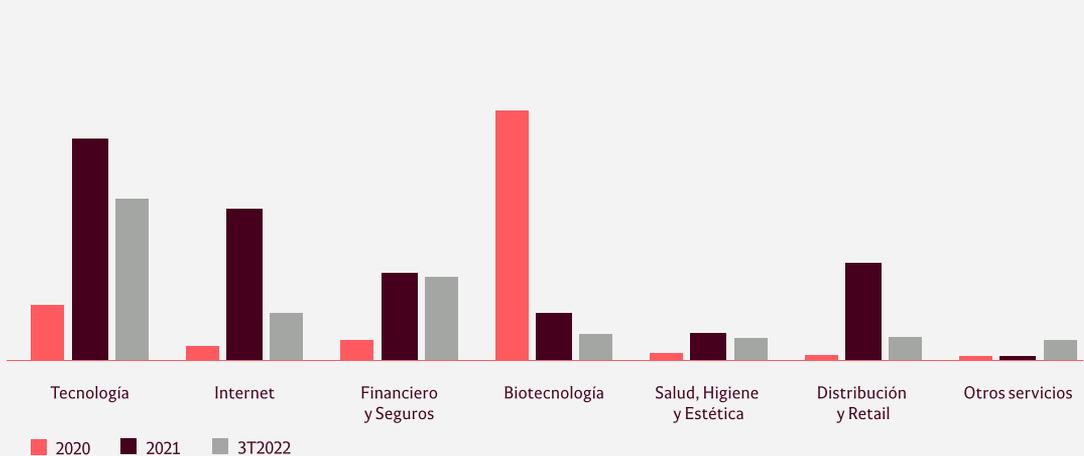
Sectores más relevantes (por número de operaciones)

(Fuente: TTR)



Sectores más relevantes (por valor de las operaciones)

(Fuente: TTR)



Destaca también el sector distribución y *retail* en el que, aunque en menor número, se han cerrado operaciones de un valor elevado entre las que se encuentra la adquisición del 39,4% de Glovo por Delivery Hero, siendo la mayor operación del año 2021 (operación cerrada en 2022).

Nuestra práctica de *Venture Capital*

El equipo de Cuatrecasas ofrece a fondos e inversores un servicio integral y especializado en operaciones de VC

Asesoramos regularmente a fondos e inversores de VC nacionales e internacionales, incluyendo *corporate ventures*, en todos los aspectos de su actividad: desde sus primeras fases de desarrollo al constituir el fondo o vehículo, cumplimiento normativo, y participación en rondas de financiación en *startups* o compañías en cualquier fase, hasta procesos de venta o *exits*.

Asesoramos de manera habitual en operaciones de recapitalización y desinversiones, centrándonos en el diseño e implantación de estrategias innovadoras y estructuras que sean óptimas y eficientes desde un punto de vista fiscal y mercantil.

Con un equipo de VC formado por abogados de todas las especialidades (incluyendo mercantil, propiedad intelectual e industrial, protección de datos, laboral y fiscal), ofrecemos una amplia cobertura de servicios dentro del ecosistema emprendedor, entendiendo sus desafíos diarios y compartiendo su visión de los negocios.

Chambers, 2022

"Well equipped to assist clients with venture capital financing rounds."

Chambers, 2022

"They have built strong programmes with venture capital and private equity and are very focused on transactions."

Amplia cuota de mercado: En 2021, hemos participado en más de 70 operaciones de capital riesgo y VC. Colaboramos con los agentes nacionales e internacionales más innovadores del ecosistema emprendedor.

Experiencia relevante: Hemos participado en gran parte de las mayores y más complejas operaciones y rondas de financiación en los últimos años.

Chambers
AND PARTNERS

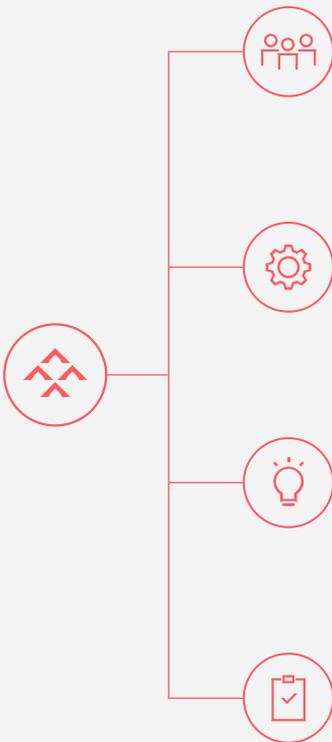
Firma recomendada para Venture Capital

Cuatrecasas: Qué ofrecemos

THE LAWYER

Firma del año
en Europa, 2022

Asesoramos en todas las áreas del derecho empresarial y ayudamos a nuestros clientes en las cuestiones más exigentes, en cualquier territorio, aportando la experiencia y el conocimiento de equipos altamente especializados.



TALENTO

Un equipo multidisciplinar y diverso, de más de **1.200 abogados** y 26 nacionalidades. Nuestra fortaleza son las personas y estamos comprometidos con la inclusión e igualdad.

EXPERIENCIA

Desde una **visión sectorial y enfocada a cada tipo de negocio**, acumulamos un profundo conocimiento y experiencia en el asesoramiento más sofisticado, ya sea recurrente o transaccional.

INNOVACIÓN

Fomentamos una **cultura de la innovación** aplicada a la actividad legal, que combina formación, procesos y recursos tecnológicos para aportar mayor eficiencia.

ESPECIALIZACIÓN

Aportamos valor gracias a la alta especialización de nuestros equipos, que ofrecen soluciones eficientes a través de una **visión transversal** del negocio de nuestros clientes.

Chambers AND PARTNERS IFLR1000

LATIN LAWYER 250

LEGAL 500

Firma recomendada para las principales áreas del derecho en Europa y Latinoamérica

THE LAWYER

Firma del año en la Península Ibérica, 2020 y 2022

LACCA

5ª firma internacional más popular en Latinoamérica, 2021



Diez claves en
la negociación de
las operaciones de
venture capital

1

Tipología de las operaciones

Operaciones rápidas y complejas

Son operaciones que se suelen ejecutar en periodos de tiempo cortos, con calendarios muy ajustados, lo que exige a las partes conocimiento específico de los estándares de mercado y agilidad en la negociación. Adicionalmente, suelen ser operaciones de elevada complejidad técnica al ser necesario alinear los intereses de accionarios muy atomizados y con grandes diferencias en el valor de su inversión (tanto en el importe total, como en la valoración a la que invirtieron). Esto hace que nos encontremos ante constantes retos jurídicos y ante la necesidad de búsqueda de soluciones innovadoras.

Contratos más relevantes: *investment agreement* y *shareholders agreement* (o en un único documento –“ISHA”–)

La rapidez con la que se ejecutan las operaciones, junto con el elevado número de oportunidades que analizan los inversores, conlleva que la firma de acuerdos de confidencialidad (“*Non disclosure agreement*” o “*NDA*”), tan habitual en operaciones de M&A, sea muy residual en VC. El inversor, ya sea un fondo de VC o un *corporate venture*, asume compromisos de confidencialidad en el acuerdo de intenciones o *term sheet* o directamente en el momento de la firma de los contratos de la operación.

Es habitual suscribir un acuerdo de intenciones o *term-sheet* donde se recogen los principales términos y condiciones de la operación. El acuerdo de intenciones no tiene carácter vinculante (excepto, en su caso, algún apartado específico, como la obligación de exclusividad en la negociación) y se suele firmar por los fundadores y el inversor principal (“*lead investor*”).

En cuanto a los contratos de la operación, normalmente se firman por separado dos contratos: (i) el acuerdo de inversión (“*investment agreement*” o “*IA*”) que regula los términos y condiciones en los que se llevará a cabo la inversión, generalmente vía aumento de capital mediante desembolsos dinerarios y, en su caso, la conversión de créditos en relación con préstamos convertibles otorgados a la sociedad por los inversores; y (ii) el contrato de socios (“*shareholders agreement*” o “*SHA*”) que regula: (a) los términos y condiciones de las relaciones entre los socios en su condición de socios de la sociedad y de estos con la sociedad; y (b) el funcionamiento, la gestión y la estructura organizativa de la sociedad. Es habitual que la sociedad sea parte de estos contratos.

Sus términos y condiciones dependen del estado de madurez en que se encuentre la *startup* y el número de socios y participaciones (“*fully diluted cap table*”) en los que se reparta su capital social en cada momento. En aquellas sociedades en un estado más avanzado de evolución, encontramos SHA complejos con una extensa regulación de clases de participaciones y derechos asociados a cada clase.

El “*lead investor*”: inversor que lidera la negociación frente a los fundadores y la sociedad

En una *startup* la capacidad de negociación individual de los socios inversores suele estar muy limitada, dado que hay muchos socios y la necesidad primordial es cerrar la ronda de financiación de forma ágil y eficiente. Por ello, en estos supuestos, salvo el “*lead investor*” de la ronda y, en su caso, el o los “*lead investors*” de rondas anteriores, lo habitual es que el resto de los socios no participen en la negociación y simplemente firmen los nuevos contratos ya negociados.

El “*lead investor*” es, por tanto, la figura distintiva que negocia con los fundadores y la sociedad los términos de los documentos de la respectiva ronda.



2

Estructura de las operaciones

Inversión en participaciones minoritarias en sociedades limitadas vía aumento de capital

Las *startups* adoptan en España, principalmente, la forma de sociedades de responsabilidad limitada, que se caracterizan por ser sociedades de capital cerradas cuyo régimen legal y estatuario incluye restricciones a la entrada de terceros. Los inversores de VC adquieren normalmente un porcentaje minoritario del capital de la *startup*, mediante la asunción de nuevas participaciones creadas en un aumento de capital que desembolsan mediante aportaciones dinerarias o compensación de créditos, en relación con préstamos otorgados a la sociedad.

Esto se diferencia de las operaciones de *private equity* donde los fondos generalmente adquieren el 100% o una participación mayoritaria de una sociedad ya consolidada vía adquisición directa del capital social mediante compraventa de participaciones.

Las rondas de financiación son vía aumentos de capital dinerarios o mediante préstamos convertibles

La financiación de una *startup* no se realiza de una sola vez, sino que se divide en diferentes momentos, dependiendo de su evolución y necesidades de caja, en lo que se denominan rondas de inversión o rondas de financiación.

Lo más habitual es que se financien a través de aumentos de capital social mediante la creación de nuevas participaciones ("*primary transactions*") o préstamos convertibles otorgados por inversores.

Participaciones ordinarias (fundadores y, en su caso, primeros inversores) y participaciones preferentes (el resto de inversores)

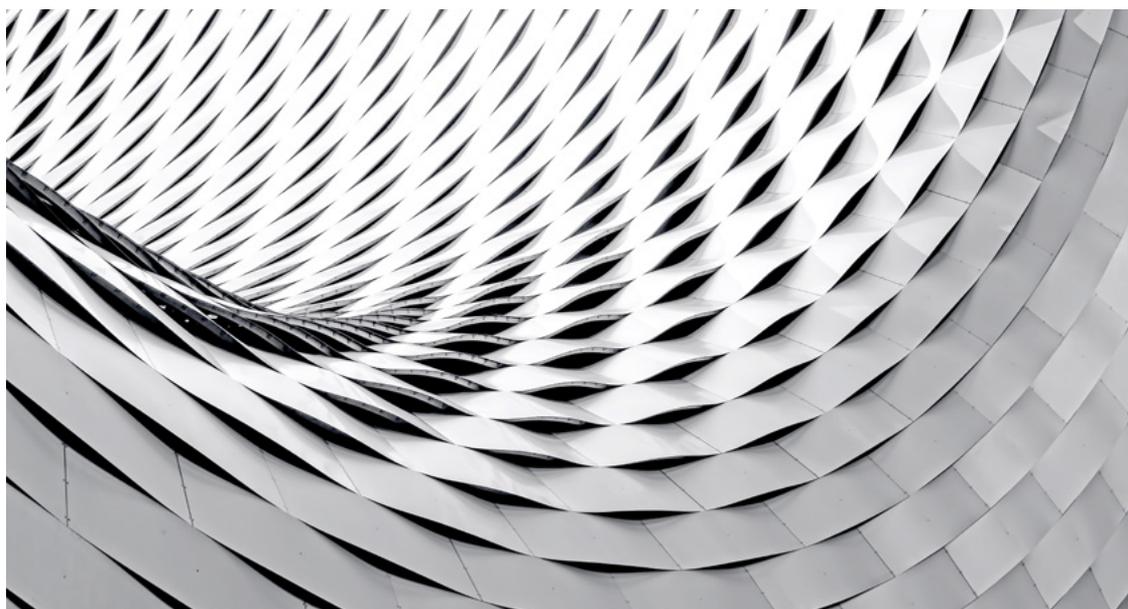
A medida que va evolucionando el negocio de la sociedad y se ejecutan sucesivas rondas de inversión, se crean diferentes clases de participaciones sociales (habitualmente, a un valor nominal más elevado y con derechos más beneficiosos respecto de las clases de participaciones anteriores).

Principalmente se distingue entre participaciones ordinarias ("*ordinary shares*"), que pertenecen a los fundadores y, en su caso, primeros inversores del entorno de los fundadores, como los denominados "*friends and family*" y participaciones preferentes ("*preferred shares*"), de diferentes clases según las rondas que se hayan sucedido (A, B, C, etc.), que pertenecen a los inversores.

Los préstamos convertibles son una tendencia al alza

Mediante los préstamos convertibles, los inversores aportan fondos a la *startup* y, una vez cumplidos una serie de hitos y circunstancias (y normalmente en el momento en que se ejecute la siguiente ronda de financiación), estos inversores tienen derecho a capitalizar su crédito adquiriendo participaciones de la sociedad mediante la conversión de su deuda en capital. Los préstamos convertibles son una tendencia al alza y su uso se ha expandido considerablemente en los últimos años.

Entre otras cuestiones, es determinante valorar en estos contratos los derechos de las partes durante su vigencia, las causas de terminación anticipada, los eventos de conversión y su encaje con el proyecto, así como regular la obligación de adhesión de estos inversores a los contratos de socios y de inversión vigentes en el momento de la conversión (o, en su caso, los términos que estos deberán incluir).



3

Autorizaciones regulatorias

El análisis de control de concentraciones y de inversiones extranjeras directas es necesario

Aunque las partes prefieran realizar operaciones con firma y cierre simultáneo por la rapidez que ello conlleva, en ocasiones es necesario hacer un análisis en materia de control de concentraciones (*antitrust*) y, frecuentemente, de control de inversiones extranjeras directas (*foreign direct investments*) para verificar si es necesario obtener una autorización administrativa previa antes del cierre de la operación.

El análisis del régimen de control de inversiones extranjeras directas es particularmente relevante cuando el inversor procede (o tiene un titular real final) de un país que no pertenece a la Unión Europea o a la Asociación Europea del Libre Comercio y la sociedad objeto de la inversión opera en el sector tecnológico o tiene un negocio intensivo en datos personales, lo que suele ser frecuente en el sector del VC, que invierte en empresas innovadoras.



4

Destino y uso de los fondos

Smart money

En las operaciones de VC y en función de la fase de desarrollo en la que se encuentre la *startup* y de sus socios, los fundadores buscan no solo financiación, sino también lo que se conoce como “*smart money*”. Así, las *startups* con una posición negociadora más sólida demandarán que los inversores aporten valor al negocio (p.ej., actuando como mentores para los fundadores, proporcionando reputación o incluso contactos con potenciales futuros inversores u otros).

Compromisos “for equity”

En algunos sectores es habitual pactar compromisos de “*media for equity*”, esto es, lo que aportará ese socio inversor, indirectamente, será publicidad a la *startup*. El inversor y la *startup* suscriben un contrato de publicidad y el inversor adquiere las participaciones de la sociedad a través de la compensación de su crédito en un aumento de capital de la *startup*. Existen otros compromisos “*for equity*” como, por ejemplo, *legal services for equity*.

Destino de los fondos

Dado que los fundadores van a seguir gestionando el negocio (con mayor o menor control por parte de los inversores, dependiendo de los términos que se acuerden en el pacto de socios), es frecuente que estos últimos exijan que los fondos que aportan se destinen a una finalidad concreta (mediante la cláusula “*use of proceeds*”), normalmente ligada al plan de negocio vigente en cada momento.

5

Responsabilidad de los socios fundadores frente a los socios inversores

Otorgamiento de declaraciones y garantías del negocio por parte de los fundadores o de la sociedad

Cuando entran nuevos socios en las *startups*, en el acuerdo de inversión se regula el régimen de responsabilidad de los socios existentes. A diferencia de otras operaciones de M&A, las declaraciones y garantías del negocio no las suelen otorgar todos los socios sino únicamente los socios fundadores (o, como se verá en el siguiente punto, la propia sociedad) dado que son ellos los encargados de gestionar la sociedad, la conocen en profundidad y han diseñado su plan de negocio.

Soluciones alternativas al régimen de responsabilidad tradicional por incumplimiento de las declaraciones y garantías sobre el negocio

Dado que los socios fundadores son personas físicas que han invertido su patrimonio en la *startup* y suelen trabajar en exclusiva en la compañía, suelen ser reticentes a regular un compromiso de indemnización similar al que es habitual en las operaciones de M&A en caso de que las declaraciones y garantías sobre el negocio resulten ser incorrectas o incompletas. Por ello, se negocian soluciones alternativas que requerirán un análisis jurídico en cada caso.

Una primera vía es que los socios fundadores, al igual que el resto de socios, se limiten a otorgar declaraciones y garantías sobre capacidad y título (las llamadas "*fundamental warranties*"), y que sea la propia sociedad la que otorgue declaraciones y garantías sobre su negocio. Los compromisos pactados deberán analizarse en cada caso a la luz del régimen de prohibición de asistencia financiera previsto en la Ley de Sociedades de Capital española que, recordemos, prohíbe que una sociedad preste garantías o cualquier tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus propias participaciones por parte de terceros.

Otra vía frecuente es que el compromiso de indemnización en caso de incumplimiento de las declaraciones y garantías sea satisfecho en especie mediante la entrega de participaciones sociales de la sociedad. En este caso deberán analizarse las restricciones a la transmisibilidad reguladas tanto en el contrato de socios como en los estatutos sociales.



6

Derechos políticos de los socios

Delegaciones de voto en favor de los fundadores

Las inversiones de fondos de VC se realizan muchas veces en sociedades con un elevado número de socios minoritarios, por lo que, para agilizar la toma de decisiones, es habitual que en las juntas de socios se otorguen delegaciones de voto en favor de los fundadores o, menos frecuentemente, del *lead investor* de la última ronda cerrada por la sociedad.

Derechos de información reforzados para los *lead investors*

El *lead investor* de cada ronda y otros socios inversores relevantes suelen exigir la inclusión en el pacto de socios de derechos de información adicionales a los que les otorga el régimen legal, que les permitan supervisar la marcha del negocio y actuaciones del equipo de gestión.

Las mayorías reforzadas en junta son más limitadas y se intentan evitar derechos de veto individuales

En cuanto al régimen de adopción de acuerdos, nos podemos encontrar materias sujetas a mayorías reforzadas para su aprobación, pero, a diferencia de lo que sucede en las operaciones de *private equity*, son más selectivas y suelen funcionar por clases de participaciones. Así, los derechos de veto de un inversor individual no son habituales salvo en fases muy iniciales.

El consejo es la forma más frecuente de administración y los inversores suelen reservarse el derecho a nombrar observadores

Tras la entrada de inversores profesionales en la sociedad, el órgano de administración suele adoptar la forma de consejo.

Sin embargo, a diferencia de operaciones de M&A y de *private equity*, el inversor de VC no tiene un interés especial en gestionar el negocio, siendo los fundadores y el personal clave los encargados de esta gestión bajo la supervisión de los inversores. Lo habitual es que el consejero delegado siga siendo un socio fundador, sometido al control del consejo de forma más activa.

Es frecuente que solo el *lead investor* de la ronda (y no siempre) tenga el derecho a proponer el nombramiento de uno de los consejeros (algo que dependerá de la fase de desarrollo del negocio de la sociedad y del porcentaje de participación del inversor). Por ello, es característico en las operaciones de VC que algunos inversores relevantes se reserven el derecho a nombrar un observador ("*observers*"). Los *observers* pueden asistir a las reuniones del consejo y tienen acceso a la información que reciben los consejeros, pero no tienen derecho de voto en el consejo. En caso de que existan *observers*, los contratos de socios deben regular en detalle sus derechos y sus obligaciones de confidencialidad.

Consejeros independientes y auditorías voluntarias

Cada vez es más habitual regular la obligación de nombrar algún consejero independiente, así como que los inversores exijan auditoría voluntaria para estas sociedades, con el objetivo de tener una contabilidad uniforme y objetiva.

7

Restricciones a la transmisión de participaciones sociales

Secondary transactions: alternativa a los dividendos para obtener rentabilidad

Las *startups* no suelen repartir dividendos durante los primeros años, por lo que la forma de obtener rentabilidad por parte de los socios (inversores o fundadores) es a través de la venta de sus participaciones sociales ("*secondary transactions*"). Ello exige analizar con detalle y negociar en cada ronda la regulación de las restricciones a la transmisibilidad pactadas entre los socios.

Son característicos: los *lock-up* para los fundadores, las transmisiones libres entre miembros del grupo, los derechos de adquisición preferente por clases, los *tags* y los *drags* en favor del *pool* de inversores

Los pactos relativos a la transmisibilidad de las participaciones sociales se regulan de forma exhaustiva y, frecuentemente, diferenciando entre clases de participaciones. Estos son los pactos más habituales, aunque pueden variar según la fase de desarrollo de la *startup*:

- Periodos de bloqueo (*lock-up*) para los fundadores.
- Regulación de transmisiones permitidas entre sociedades del mismo grupo y, en particular, a los miembros del grupo (en sentido amplio) de los fondos de inversión.
- Derechos de adquisición preferente y, frecuentemente, diferenciados por las clases de participaciones sociales.
- Derechos de acompañamiento en caso de venta (*tag-along right*) diferenciando entre *founders* e inversores. Cuanto más avanzada esté la ronda, menor suele ser el porcentaje con el que se active el *tag-along* pero son, en todo caso, más bajos que en las operaciones de M&A tradicional.
- Derechos de arrastre (*drag along rights*) en favor de un grupo relevante de inversores.

Los inversores no otorgan *business warranties* ni compromisos de *non-compete* o *non-solicitation*

En cuanto al régimen de responsabilidad en operaciones de venta cuando desinvierte un socio inversor, lo habitual es pactar que no otorgarán declaraciones y garantías (salvo de título y capacidad), ni compromisos de no competencia o *non-solicitation*.



8

Derechos antidilución de los inversores en nuevas “down-round”

Cláusulas antidilución

Una de las protecciones típicas que exigen los inversores son derechos “antidilución” destinados a proteger el valor de su inversión en caso de rondas de financiación futuras, en la que se creen nuevas participaciones sociales a una valoración inferior (*down-rounds*).

Los derechos de asunción preferente (*pre-emptive rights*), previstos en la Ley de Sociedades de Capital o en los estatutos, protegen al inversor frente a la potencial dilución, pero exigen desembolsos adicionales.

El riesgo que los inversores pretenden cubrir es de dilución en términos financieros y económicos, para evitar perder el valor teórico de su inversión y verse compensados frente a nuevas *down-rounds*.

Mecanismos antidilución: *full ratchet* y *weighted average*

En la práctica de las operaciones de VC encontramos fundamentalmente dos mecanismos antidilución:

- *Full ratchet*: consiste en compensar la totalidad de la dilución económica sufrida por el socio inversor como consecuencia de la nueva ronda, de forma que la sociedad se compromete a entregarle un número de participaciones igual al que supone la pérdida de valor de las suyas.
- *Weighted average*: la tendencia de mercado actual es utilizar esta fórmula, que busca neutralizar el impacto negativo de la dilución económica. Se hace una media ponderada entre lo que valía la inversión en la sociedad antes y después de la ronda. Dentro de este mecanismo nos encontramos con dos variantes: (a) *narrow-based weighted average* (solo tiene en consideración el capital legal o “*non-fully diluted*”) y (b) *broad-based weighted average* (que tiene en consideración todo el capital social presente y futuro, como *stock options* o cualquier otro derecho de conversión en participaciones, o “*fully diluted*”).

9

Derechos económicos de los socios

Condiciones preferentes en caso de eventos de liquidez

En las *startups* no se suelen repartir dividendos entre los socios durante los primeros años, ya que, en caso de que existan beneficios (que no suelen ser inmediatos a pesar de que las valoraciones de las sociedades en las rondas puedan ser altas) estos se suelen reinvertir en el propio negocio. Por ello, el retorno de la inversión se obtiene -como veíamos en el punto 7- a través de otro tipo de operaciones.

Aquí entra en juego la regulación de cláusulas de liquidación preferente en la que los inversores se garantizan, en caso de que se produzca un evento de liquidez (fundamentalmente, una venta de más del 50% de las participaciones de la sociedad, de la mayoría de sus activos, su disolución o salida a bolsa), un determinado retorno de la inversión.

Derechos de conversión

En muchas ocasiones, se pacta también que los inversores tengan un derecho de conversión con efectos inmediatos de participaciones preferentes a participaciones ordinarias.

Este tipo de cláusulas se incluyen normalmente pensando en dos supuestos: (i) la salida a bolsa; o (ii) el derecho de liquidación preferente donde puede interesar a los inversores, según sea el precio de venta del evento de liquidez, convertir las participaciones preferentes en participaciones ordinarias.

La salida habitual de los inversores se produce a través de la venta a un tercero

Si bien un potencial objetivo final de desinversión para todos los socios es la salida a bolsa, para revalorizar en términos financieros a la propia sociedad y que los socios tengan la capacidad flexible de hacer líquida su participación en un mercado secundario oficial sin tener restricciones para su venta a terceros, lo más común es que se produzca dicha salida de los inversores (“*exit*”) a través de la venta de la *startup* a un tercero.

Opción de venta a precio simbólico a favor de los inversores

Dado el riesgo que implican las operaciones de VC, es frecuente que los fondos negocien una opción de venta a su favor, a un precio de venta simbólico (p.e., de 1 euro), para poder vender su participación de manera automática en caso de que la sociedad no consiga el éxito deseado y evitar así involucrarse en los procesos de disolución y liquidación que pueden alargarse.



10

Compromisos y derechos para los fundadores y el personal clave

Obligaciones de permanencia y exclusividad de los fundadores

Los fundadores, junto con el personal clave que se contrate a lo largo de la vida de la *startup*, son personas decisivas para conseguir el éxito del negocio. Por ello, para retenerles y asegurar su compromiso con el proyecto, es frecuente que se les exija (además del periodo de *lock-up* que impide la venta de su participación, si son socios) obligaciones de permanencia y exclusividad, con una opción de compra de sus participaciones en favor de los inversores en caso de incumplimiento.

Lo más habitual es que se regule un periodo de “*vesting*”, esto es, que, en caso de ejercicio de la opción de compra, la obligación de venta a los inversores de un porcentaje del capital social disminuya conforme pasa el tiempo.

La contraprestación dependerá de si estamos ante un supuesto de *bad leaver* o *good leaver*. Son ejemplos típicos de *bad leaver* el cese voluntario antes de que finalice el periodo de permanencia o el despido procedente y de *good leaver* la jubilación, el despido improcedente o la extinción del contrato por causas objetivas conforme a la normativa laboral.

Planes de incentivos

Con el objetivo de alinear los intereses del equipo directivo y los inversores, así como herramienta para atraer talento estratégico a la *startup*, es habitual que estas implementen un plan de incentivos cuyos beneficiarios suelen ser los fundadores y el personal clave, siendo el más común el *phantom share plan*.

Un *phantom share* plan es un sistema de incentivos basado en la revalorización de unas participaciones teóricas en las que se divide el capital social (las *phantom shares*). La empresa asigna a los beneficiarios *phantom shares*, cuyo valor teórico es equivalente al de las verdaderas participaciones, y se pacta que, llegada una fecha, el beneficiario percibirá: (i) bien un importe equivalente al valor económico de las participaciones reales en el momento en que se produce el hito correspondiente (normalmente un evento de liquidez); o (ii) bien el importe de la diferencia de valor de la participación entre el momento en que la opción se concede y el valor de la participación cuando se produce el hito.

La consolidación de estos derechos a adquirir *phantom shares* está sujeta a un “*vesting period*”, esto es, un periodo de tiempo durante el cual el beneficiario va adquiriendo gradualmente esas *phantom shares*. Directamente ligado a ello está el concepto de la cláusula “*cliff*”, que establece un periodo de tiempo mínimo inicial para consolidar este derecho a adquirir *phantom shares*, normalmente de un año.



Key contacts

Nuestro equipo especializado en *venture capital*



Diana Rivera
Socia

Mercantil y M&A
Venture capital
Madrid

diana.rivera
@cuatrecasas.com



Isabel Gandoy
Socia

Mercantil y M&A
Venture capital
Barcelona

isabel.gandoy
@cuatrecasas.com



IS 713573

©2022 CUATRECASAS | Todos los derechos reservados.

Este documento es una recopilación de información jurídica elaborado por Cuatrecasas. La información o comentarios que se incluyen en el mismo no constituyen asesoramiento jurídico alguno.

Los derechos de propiedad intelectual sobre este documento son titularidad de Cuatrecasas. Queda prohibida la reproducción en cualquier medio, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización de este documento, ya sea en su totalidad, ya sea en forma extractada, sin la previa autorización de Cuatrecasas.

