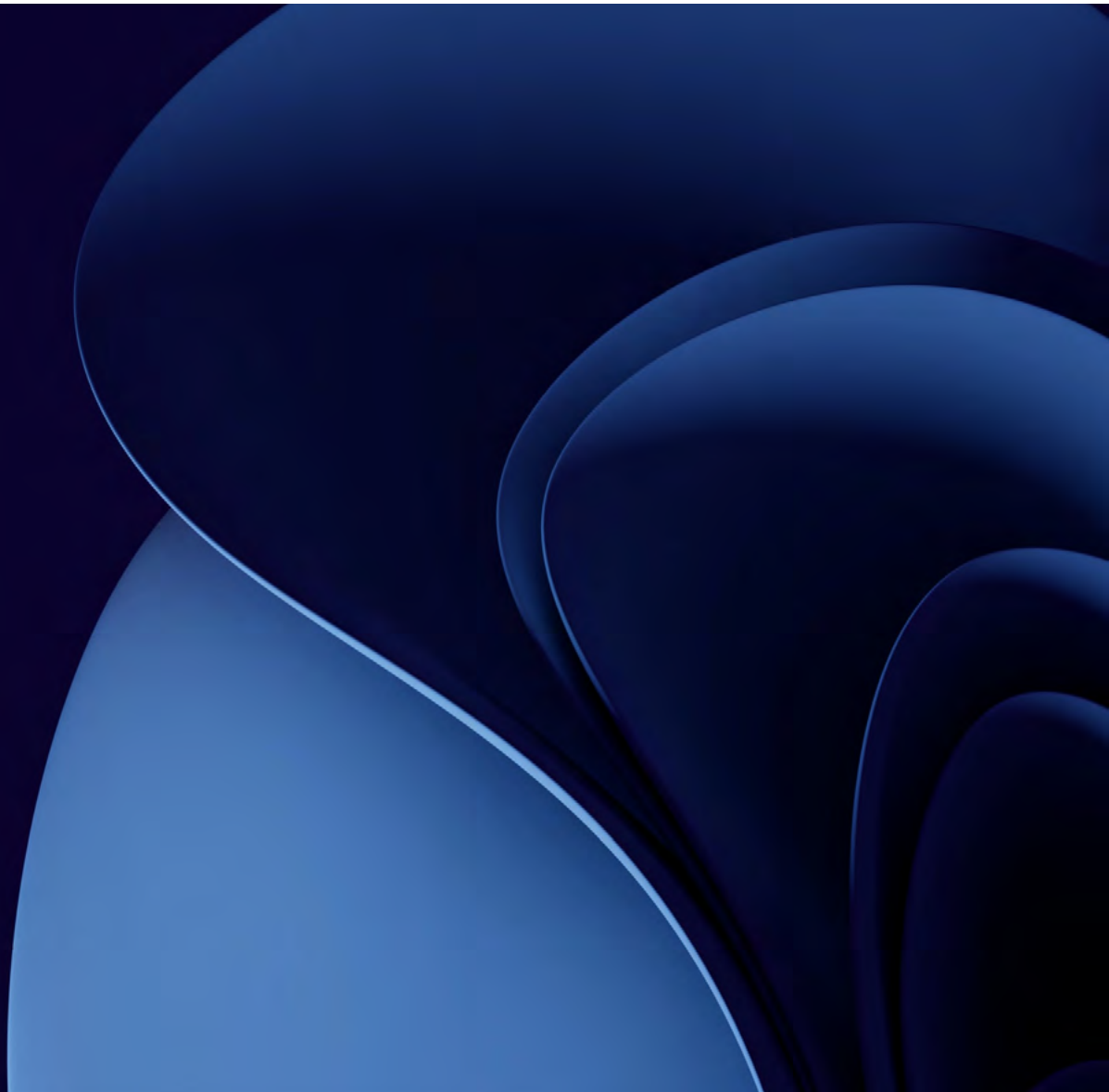
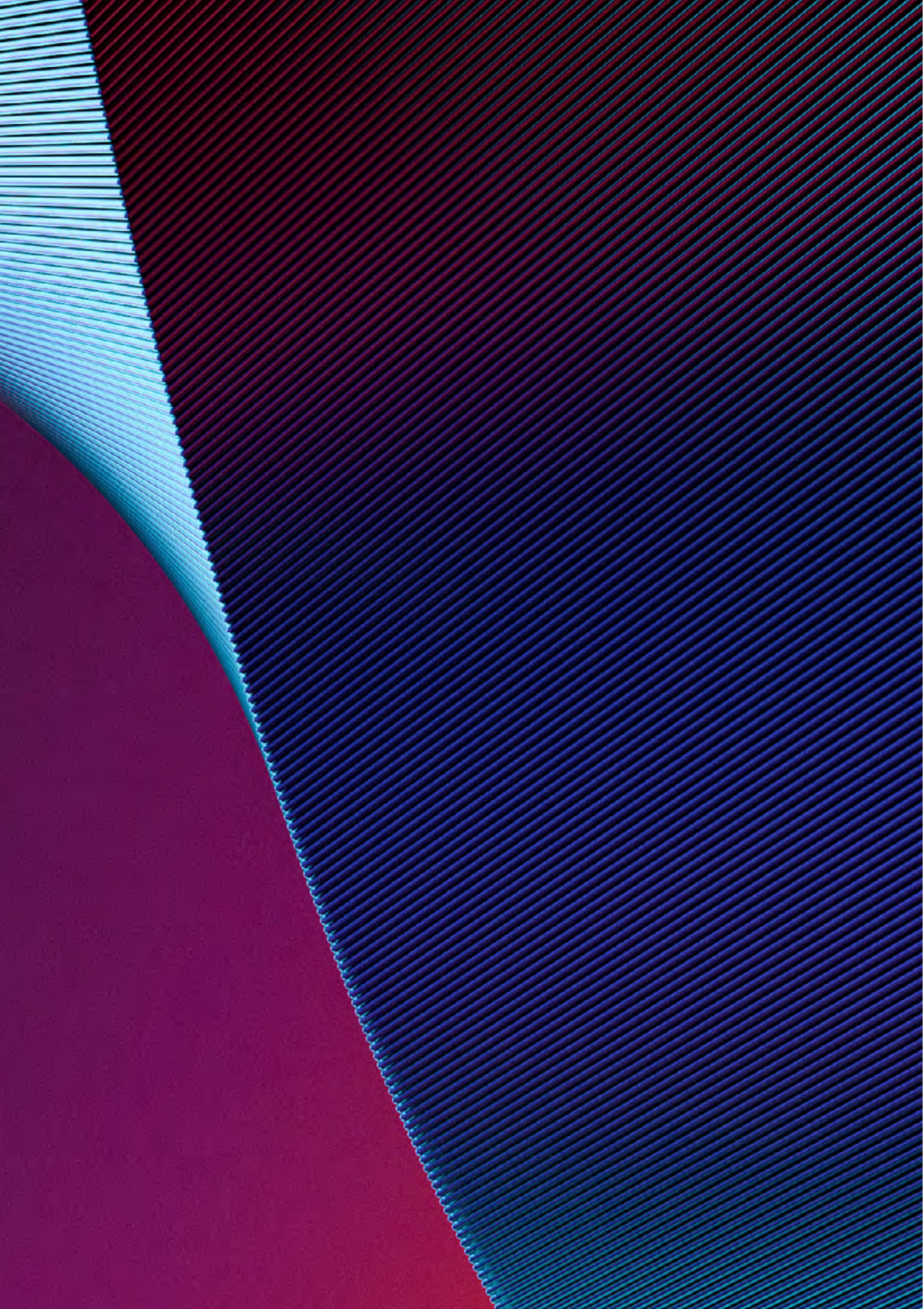


# Diez claves en la negociación de las operaciones de *venture capital*

Enero 2024





# Índice

<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>Visión general del mercado</b>	<b>6</b>
Evolución del mercado	6
Origen de la inversión	7
Sectores más activos	8
<b>Nuestra práctica de <i>venture capital</i></b>	<b>9</b>
<b>Cuatrecasas: Qué ofrecemos</b>	<b>10</b>
<b>Diez claves en la negociación de las operaciones de <i>venture capital</i></b>	<b>12</b>
Tipología de las operaciones	12
Estructura de las operaciones	14
Autorizaciones regulatorias	15
Destino y uso de los fondos	16
Responsabilidad de los socios fundadores frente a los socios inversores	17
Derechos políticos de los socios	18
Restricciones a la transmisión de participaciones sociales	19
Derechos antidilución de los inversores en nuevas <i>down-round</i>	20
Derechos económicos de los socios	21
Compromisos y derechos para los fundadores y el personal clave	22
<b>Key contacts</b>	<b>23</b>





# 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, 2022 y 2023, así como un resumen de los rasgos característicos de estas operaciones.

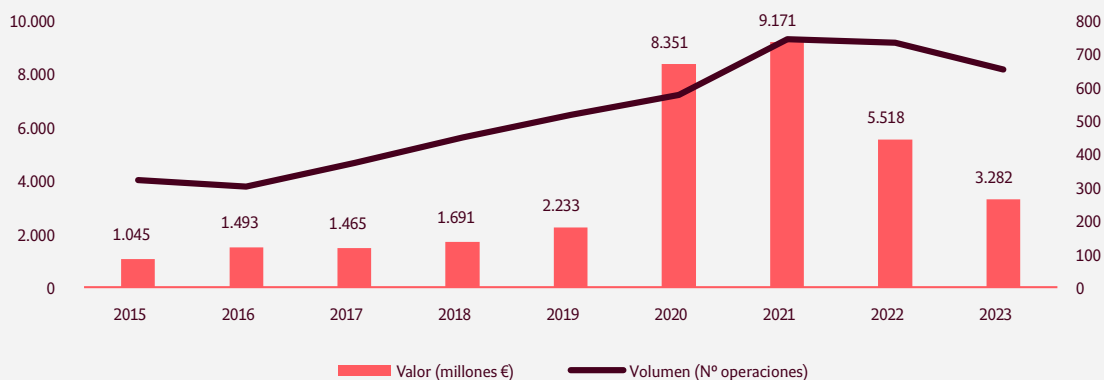
# Visión general del mercado

## Evolución del mercado

El mercado de *venture capital*, al igual que el resto del espectro transaccional, ha vivido un 2023 complejo. Las operaciones, tanto en volumen como en valor, han seguido disminuyendo tras haber alcanzado el récord histórico en el año 2021. A pesar de ello, todavía nos encontramos en un mercado que supera el tamaño de años anteriores a la era COVID.

### Operaciones de *venture capital* en España 2015-2023

(Fuente: TTR)



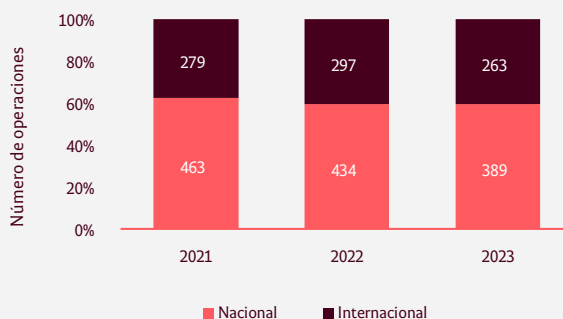
Según TTR se han anunciado 652 operaciones con un importe agregado de €3.282 millones, lo que implica una disminución de -11% en el número de transacciones y una caída de -41% el importe de las mismas, en términos interanuales.

## Origen de la inversión

La caída de la actividad proviene tanto de operaciones nacionales como internacionales. Si bien la mayor parte de operaciones son domésticas, los inversores internacionales se enfocan en transacciones de mayor valor. Sin embargo, estamos viendo una tendencia donde el peso de las operaciones transfronterizas está perdiendo terreno, pasando de representar el 95% del valor total del mercado en 2021 al 77% en 2023.

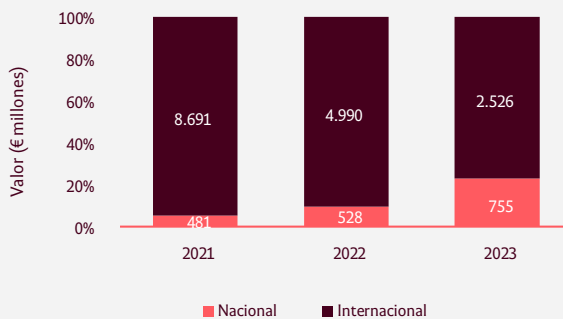
### Origen de las operaciones de *venture capital* en España (por volumen) 2021 vs 2022 vs 2023

(Fuente: TTR)



### Origen de las operaciones de *venture capital* en España (por valor) 2021 vs 2022 vs 2023

(Fuente: TTR)



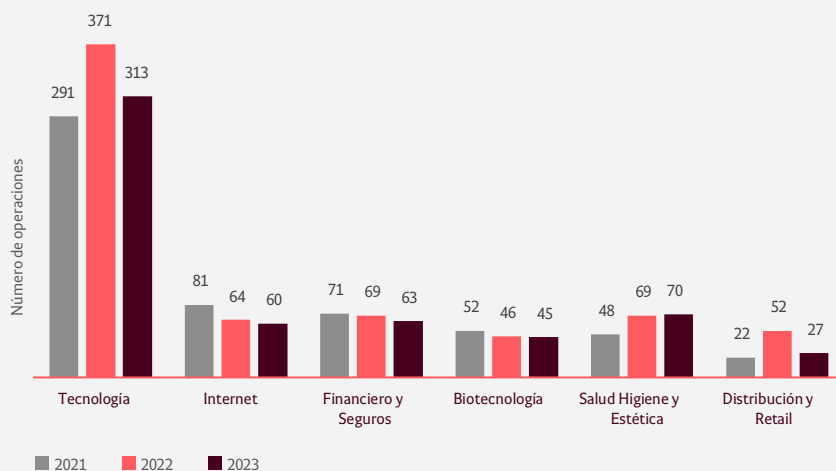
## Sectores más activos

El mercado está claramente dominado el sector tecnológico e internet, aunque son estos los que más han sufrido la ralentización del mercado, especialmente desde el punto de vista de valor de las operaciones.

Los sectores relacionados con la salud son los que mejor han resistido el entorno adverso durante el último año.

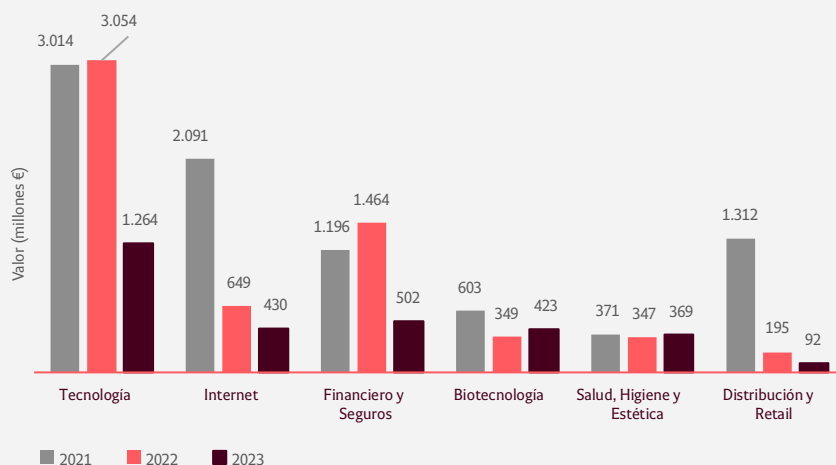
### Sectores más relevantes (por volumen)

(Fuente: TTR)



### Sectores más relevantes (por valor)

(Fuente: TTR)





# Nuestra práctica de *venture capital*

---

Nuestro equipo ofrece a fondos e inversores un servicio integral y especializado en operaciones de *venture capital*

---

Asesoramos regularmente a fondos e inversores de *venture capital* 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 *venture capital* 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, 2023

*“Especially acclaimed for its venture capital work”*

---

## Chambers, 2022

*“Cuatrecasas offers a wide-ranging practice advising on a variety of mandates in the funds sphere”*

**Amplia cuota de mercado:** En 2023, hemos participado en 75 operaciones de capital riesgo y *venture capital*. Colaboramos con los agentes nacionales e internacionales más innovadores del ecosistema emprendedor.

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



---

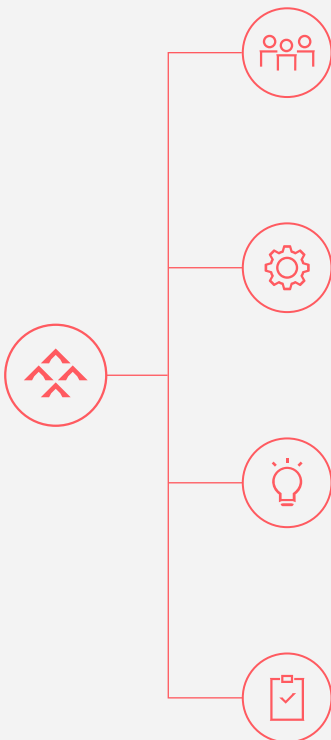
*Leading firm and top ranked lawyer (Band 1) en Venture Capital*

---



# Cuatrecasas: Qué ofrecemos

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 especializados.



## TALENTO

Un equipo multidisciplinar y diverso, de más de **1.300 abogados y 29 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 **THE LEGAL 500**

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

**THE LAWYER**

Firma europea e ibérica del año, 2022

**LACCA**

6ª firma internacional más popular en Latinoamérica 2022



---

Diez claves en la  
negociación de  
las operaciones  
de *venture capital*

---

# Diez claves en la negociación de las operaciones de *venture capital*

## 1

### Operaciones rápidas y complejas

## Tipología de las operaciones

Son operaciones que se suelen ejecutar en periodos de tiempo cortos, con calendarios muy ajustados, lo que exige a las partes y a sus asesores 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 de la sociedad a la que invirtieron). Esto hace que nos encontremos ante constantes retos jurídicos y ante la necesidad de buscar 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, en algunos aspectos específicos, como son las obligaciones de exclusividad en la negociación, confidencialidad y asunción de determinados gastos de la operación) y se suele firmar por los fundadores de la *startup* (los *founders*), la sociedad y el inversor principal (*lead investor*).



En cuanto a los contratos de la operación, normalmente se suscriben dos contratos principales: (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, mediante la conversión de créditos derivados de 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; (b) el régimen de transmisión de participaciones; y (c) el funcionamiento, la gestión y la estructura organizativa de la sociedad (incluyendo determinadas obligaciones específicas de los fundadores y las consecuencias de su eventual incumplimiento). La sociedad es parte de estos contratos.

Sus términos y condiciones dependen, entre otros factores, del estado de madurez en que se encuentre la *startup*, así como del número de socios, participaciones y derechos análogos (*fully diluted cap table*) en los que se divida su capital social en cada momento. En aquellas sociedades en un estado más avanzado de evolución, encontramos SHAs 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 (no inversores, e incluso la de los socios inversores no principales) suele estar muy limitada, puesto 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 activamente 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 correspondiente 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 (*primary transactions*).

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, y se realiza, mayoritariamente, a través de lo que se denominan rondas de inversión o rondas de financiación.

**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 (en principio, a un valor nominal más elevado y con derechos más beneficiosos respecto de las clases de participaciones anteriores).

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 son titularidad de los inversores.

**Los préstamos convertibles son una tendencia al alza**

Mediante los préstamos convertibles, los inversores aportan fondos a la *startup* y, una vez cumplido uno o varios hitos o 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. Debido a su flexibilidad y agilidad, los préstamos convertibles son una tendencia al alza y su uso ha aumentado considerablemente en los últimos años, entre otros motivos, para facilitar a las *startups* la financiación entre la formalización de cada ronda.

En estos contratos, entre otras cuestiones, es determinante valorar 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 al SHA y al IA vigentes en el momento de la conversión (y, en su caso, los términos que estos deberán incluir).



# 3

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

## Autorizaciones regulatorias

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 resulta 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*, 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, con carácter adicional a su inversión monetaria, valor al negocio (p.ej., actuando como mentores para los fundadores, proporcionando reputación o incluso contactos con potenciales futuros inversores o colaboradores estratégicos).

### Compromisos for equity

En algunos sectores es habitual pactar compromisos de *media for equity*, esto es, lo que realmente aportará ese socio inversor será servicios de 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 SHA), 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

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

En el IA se regula el régimen de responsabilidad a favor de los inversores. 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 (y/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.

Puesto que los socios fundadores son personas físicas que han invertido su patrimonio en la *startup* y suelen trabajar en exclusiva en la sociedad, es habitual que sean reticentes a aceptar un compromiso de indemnización similar al que es habitual en las operaciones de M&A tradicional 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 opción es que los socios fundadores, al igual que el resto de socios, se limiten a otorgar declaraciones y garantías sobre su capacidad y el título de sus participaciones sociales (las llamadas *fundamental warranties*), y que sea la propia sociedad la que otorgue declaraciones y garantías sobre su negocio (las llamadas *business warranties*). En otras ocasiones, las *business warranties* son otorgadas por los socios fundadores y por la sociedad.

En aquellos supuestos en los que la sociedad asuma compromisos de indemnización, estos 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.

A fin de preservar el patrimonio personal de los socios fundadores o, en su caso, evitar salidas de caja en la sociedad, no es infrecuente prever la posibilidad de que, llegado el caso, 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 SHA 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 con frecuencia en sociedades con un elevado número de socios minoritarios, por lo que, para agilizar la toma de decisiones, es habitual que para 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* y auditorías voluntarias

El *lead investor* de cada ronda y otros socios inversores relevantes suelen exigir la inclusión en el SHA de derechos de información adicionales a los que les otorga la Ley de Sociedades de Capital, que les permitan supervisar la marcha del negocio y las principales actuaciones del equipo de gestión. Adicionalmente, cada vez es más habitual que los inversores exijan que las sociedades auditen sus cuentas anuales, aunque no tengan obligación legal de hacerlo, a fin de tener una contabilidad uniforme y objetiva, así como de cumplir sus políticas internas.

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

En cuanto al régimen de adopción de acuerdos, es frecuente establecer en el SHA y, en su caso, en los estatutos de la sociedad, 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 tener en cuenta las clases de participaciones. Así, los derechos de veto de un inversor individual no son habituales salvo en fases iniciales de una sociedad.

### 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 adopta con frecuencia la forma de consejo.

Lo habitual es que el CEO de la sociedad (bajo la figura de consejero delegado o habiéndole otorgado amplios poderes generales) 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, en su caso, la mayoría de la clase de participaciones preferentes de la ronda anterior (y no siempre), tenga el derecho a proponer el nombramiento de uno de los consejeros. Dependerá de la fase de desarrollo del negocio de la sociedad y del porcentaje de participación de cada inversor. Por ello, es característico en las operaciones de VC que algunos inversores relevantes se reserven el derecho a nombrar un observador (*observer*). 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 en el SHA se establezca el derecho de algún socio a nombrar a un *observer*, se deberá regular en este contrato en detalle sus derechos y sus obligaciones de confidencialidad.

### Consejeros independientes

Cada vez es más habitual regular la obligación de nombrar consejeros independientes.

# 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, los *tags* por clases, y los *drags*

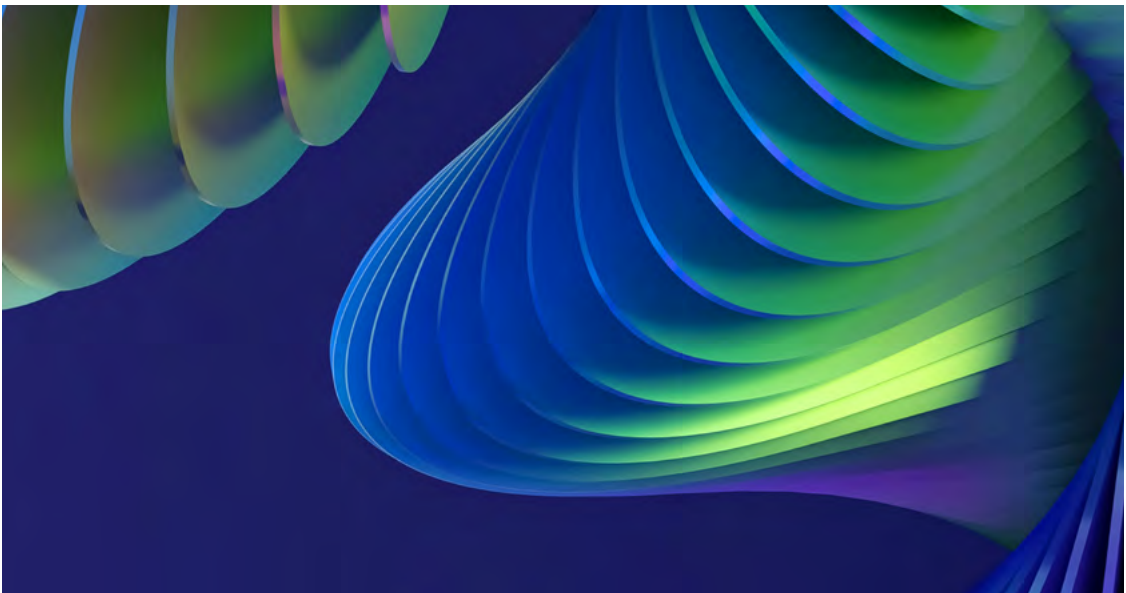
Los pactos relativos a la transmisibilidad de las participaciones sociales se regulan de forma exhaustiva y, frecuentemente, diferenciando entre clases de participaciones. Estos son los pactos más habituales, aunque pueden variar según la fase de desarrollo de la *startup*:

Periodos de prohibición de venta de sus participaciones (*lock-up*) para los fundadores.

- Regulación de supuestos de transmisiones permitidas entre sociedades del mismo grupo (acordándose una definición más amplia del concepto de grupo a aplicar a 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 rights*), diferenciando entre supuestos en los que el vendedor es un fundador o un inversor.
- Derechos de arrastre (*drag along rights*).

**Los inversores no otorgan *business warranties* ni compromisos de *non-competete* 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 de sus participaciones y capacidad), ni compromisos de no competencia o *non-solicitation*.



# 8

## Derechos antidilución de los inversores en nuevas *down-rounds*

### 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 posteriores, en la que se creen nuevas participaciones sociales a una valoración de la sociedad inferior (*down-rounds*).

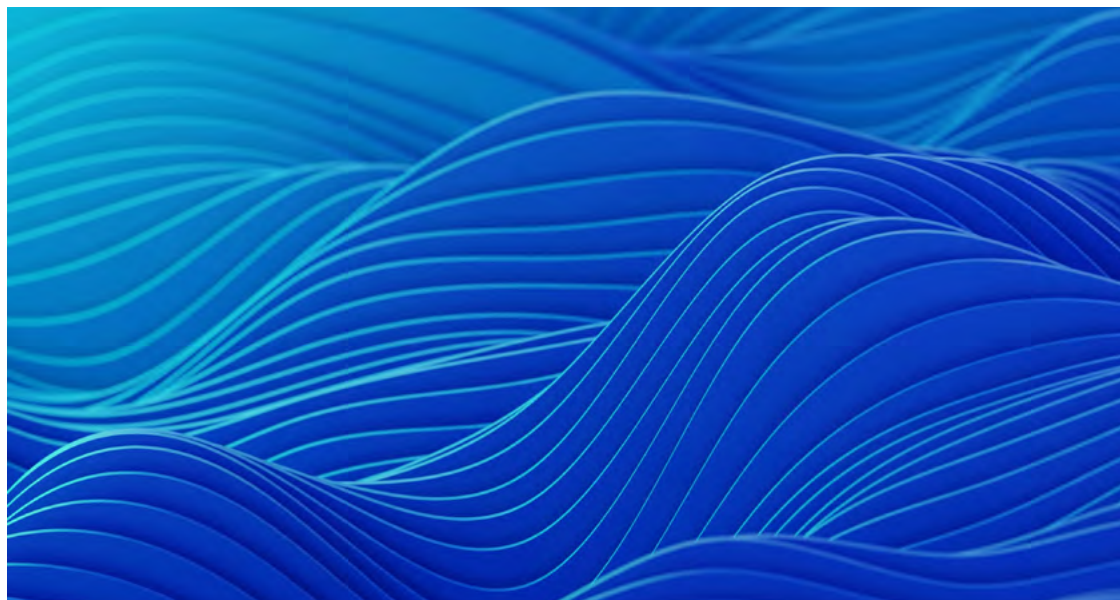
Los derechos de asunción preferente (*pre-emptive rights*), previstos en la Ley de Sociedades de Capital o en los estatutos, protegen al inversor frente a la potencial dilución, pero exigen desembolsos adicionales.

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 *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 llegar a 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 transmisión de más del 50% de las participaciones de la sociedad, de la mayoría de sus activos, o su disolución), un determinado retorno de la inversión.

### Derechos de conversión

Es frecuente pactar que los inversores tengan, en todo momento, 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 y la fórmula de cálculo de distribución prevista en la cláusula, 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 de hacer líquida su participación de una manera flexible, 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 con los *founders* una opción de venta a su favor, en la que se establece un precio de venta simbólico (p.ej., de 1 euro), para que el fondo pueda deshacerse de su participación de manera ágil, en caso de que lo consideren oportuno (p.ej., por temas reputacionales o para evitar involucrarse en procesos concursales o de disolución y liquidación de la *startup*).

# 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 el éxito del negocio. Por ello, para incentivarles y asegurar su compromiso con el proyecto, es frecuente que se les exija (además del periodo de *lock-up* antes mencionado, si son socios), obligaciones de permanencia y exclusividad en sus funciones, con una opción de compra de sus participaciones en favor de los inversores, de la sociedad (para su amortización) y/o del resto de fundadores en caso de incumplimiento.

Lo más habitual es que se regule un periodo de *reverse vesting*, esto es, que, en caso de ejercicio de la opción de compra como consecuencia del incumplimiento de alguna de las obligaciones específicas del fundador, la obligación de venta del fundador de un porcentaje de sus participaciones sociales disminuya conforme pasa el tiempo. La contraprestación dependerá de si estamos ante un supuesto de *bad leaver* o de *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 o el despido improcedente.

### 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 frecuente 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, ante un determinado evento de liquidez, el beneficiario percibirá: (i) bien un importe equivalente al valor económico de las participaciones reales en el momento en que se produce el 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 el primer paquete de las *phantom shares* asignadas, normalmente de un año.



# Key contacts

---

Nuestro equipo  
especializado en  
*venture capital*

---



**Diana Rivera**  
Socia

*diana.rivera@cuatrecasas.com*



**Isabel Gandoy**  
Socia

*isabel.gandoy@cuatrecasas.com*



© 2024 CUATRECASAS | All rights reserved.

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.

