



FACULTAD DE DERECHO

# CLÁUSULAS DE MEJOR FORTUNA EN CONTRATOS DE INVERSIÓN EN *STARTUPS*

Autor: Carlos Sabater Navarrete

5º E3 C

Derecho Mercantil

Tutor: Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez

Madrid

Abril de 2017

## **RESUMEN**

El presente trabajo analiza la necesidad de un especial tratamiento legal respecto a los contratos de financiación de *startups* a raíz de las particulares condiciones de este tipo de empresas. Asimismo, se analizan algunas de las cláusulas y pactos cuya aplicación se ha visto generalizada en el sector de la inversión en *startups*, estudiando su encaje en el Derecho Español. El trabajo concluye realizando un especial estudio de las cláusulas de mejor fortuna, una cláusula de especial importancia en el momento de salida del inversor o socio.

**Palabras clave:** *Startups*, Capital Riesgo, acciones privilegiadas, deuda convertible, cláusula de mejor fortuna.

## **ABSTRACT**

This paper analyzes the need of a special legal treatment with respect to startup financing due to the conditions of this kind of companies. Likewise, some of the terms and covenants which inclusion has been widespread in the sector of venture financing, studying its fit into the Spanish legal system. The paper concludes with a special study of the better fortune's clause, a very important clause at the exit moment for investors and partners.

**Key words:** Startups, Venture Capital, preferred stocks, convertible loan, better fortunes clause.

## ÍNDICE

1	Listado de Abreviaturas.....	1
2	Introducción.....	2
2.1	Definición de startup.....	2
2.2	La necesidad de financiación de las startups .....	6
2.3	Los inversores especializados en startups.....	7
3	Contrato de financiación de startups: caracterización jurídica.....	9
3.1	Consideraciones previas .....	9
3.2	Deuda convertible .....	9
3.3	Acciones o participaciones privilegiadas.....	13
4	Elementos subjetivos .....	15
4.1	Startup.....	15
4.2	Inversores en etapas iniciales: inversores ángeles .....	17
4.3	Inversores especializados: Entidades de Capital Riesgo .....	17
5	Elementos formales: Cláusulas y condiciones generales .....	20
5.1	Sobre valoración .....	20
5.1.1	Consideraciones previas .....	20
5.1.2	Valoración por hitos .....	21
5.2	Sobre porcentaje de participación.....	22
5.2.1	Consideraciones previas .....	22
5.2.2	Cláusulas anti dilución .....	22
5.2.3	Opciones para empleados.....	25
5.2.4	Acuerdos de adquisición de derechos sobre acciones o vesting.....	26
5.2.5	Derecho de compra de acciones .....	29
5.2.6	Derecho de tanteo y retracto.....	30

5.3	Sobre control.....	31
5.3.1	Cláusulas sobre asientos en el consejo de administración.....	31
5.3.2	Cláusulas de protección.....	31
5.3.3	Cláusulas pagar para jugar o pay to play.....	33
5.4	Sobre salida.....	34
5.4.1	Preferencia en la liquidación.....	34
5.4.2	Dividendos.....	37
5.4.3	Drag along y tag along.....	38
5.4.4	Derechos de recompra.....	40
5.5	Conversión de acciones privilegiadas en comunes.....	41
5.6	Negociación y formalización del contrato.....	42
6	Estudio especial de la cláusula de mejor fortuna.....	44
6.1	Contexto.....	44
6.2	Definición.....	47
6.3	Estructura y forma.....	48
6.3.1	Acciones o participaciones afectas al derecho de mejor fortuna.....	48
6.3.2	Causa o condición.....	48
6.3.3	Plazo.....	49
6.3.4	Porcentaje de participación en la plusvalía.....	49
6.3.5	Deber de información.....	50
6.3.6	Penalizaciones.....	50
6.3.7	Excepciones.....	51
6.4	Formalización.....	51
6.5	Elementos constitutivos.....	51
6.5.1	Elementos personales.....	51

6.5.2	Elementos reales .....	52
6.5.3	Obligaciones y derechos de los contratantes .....	52
6.6	Naturaleza .....	52
6.7	Problemas que plantea .....	53
6.8	Eficiencia de la cláusula .....	54
7	Conclusiones.....	56
8	Bibliografía.....	58

## **1 LISTADO DE ABREVIATURAS**

FCR	Fondo de Capital Riesgo
LSC	Ley de Sociedades de Capital
SA	Sociedad Anónima
SCR	Sociedad de Capital Riesgo
SL	Sociedad Limitada

## 2 INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene por objeto estudiar la configuración jurídica de contratos de financiación de *startups*, estudiando los principales pactos acordados entre este tipo de empresas y los inversores especializados en este sector. Si bien no existe una normativa a este respecto, siendo pues regulados por la autonomía de la voluntad de las partes, sí se puede observar unas ciertas prácticas que se han consolidado como comunes respecto a este tipo de contratos.

Esta cuestión ha sido especialmente estudiada por inversores profesionales que tienen su ámbito de actuación principalmente en Estados Unidos, al ser este un país en que el sector se encuentra significativamente más desarrollado que en el resto del mundo<sup>1</sup>, mientras que en países en España, siendo un sector reducido y en un grado inicial de desarrollo, no existe actualmente un estudio doctrinal significativo a este respecto.

Por este motivo, en el presente trabajo se estudiarán algunas de las principales obras realizadas por profesionales de la inversión en capital riesgo extranjeros, para a continuación estudiar su encaje y posible formulación en el contexto del sistema jurídico español, así como su sentido jurídico y económico.

Por último, se pasa a estudiar en especial la cláusula de mejor fortuna en este tipo de contratos, siendo un pacto de especial utilidad a efectos de reducir los problemas que pudieran causarse por conflictos de intereses y sus posibles repercusiones legales a raíz de la compraventa de las acciones o participaciones de este tipo de sociedades, definiéndose por la voluntad de las partes contratantes las consecuencias legales de forma clara y objetiva, reduciendo la necesidad de mediación judicial.

### 2.1 Definición de *startup*

En primer lugar conviene, al objeto de delimitar el ámbito objetivo del presente trabajo, definir qué es una *startup*, pues sus características son las que determinan la conveniencia

---

<sup>1</sup> Como pone de manifiesto el hecho de que casi el 70% de la inversión mundial en startups tuviera lugar en Estados Unidos entre 2006 y 2013.

Vanham, P. (28 de Julio de 2015). *Which countries have the most venture capital investments?* Obtenido de World Economic Forum.

Ernst and Young. (2015). *Back to reality. EY global venture capital trends 2015*. Ernst and Young.

de que este concreto tipo de empresa sea estudiado de forma separada y especial desde la óptica jurídica en general, y en concreto, desde la perspectiva del derecho privado.

En primer lugar, conviene distinguir el término *startup* del término *emprendedor* al que hace referencia, por ejemplo, el Real Decreto-ley 3/2012 en su artículo 4, dado que asimila la condición de emprendedor al hecho de que la empresa tenga menos de 50 trabajadores<sup>2</sup>. Esto produciría confusión de hecho y de derecho entre la figura de las PYMEs y la de la emprendedor. De igual manera es criticable el concepto que contiene el artículo 3 de la Ley 14/2013<sup>3</sup>, que define emprendedor como “personas, independientemente de su condición de persona física o jurídica, que desarrollen una actividad económica empresarial o profesional, en los términos establecidos en esta Ley”, no existiendo un criterio que permita distinguir a emprendedor de empresario<sup>4</sup>, e incluso cabiendo en esta definición el concepto de un trabajador por cuenta ajena<sup>5</sup>.

Siendo esto así, podemos identificar el término emprendedor con el titular jurídico de un proyecto empresarial, cualquiera que sea la forma jurídica bajo la cual se engloba el mismo, en una etapa inicial y de un tamaño relativamente reducido. Por tanto, cabe en este tipo de concepto establecer una clasificación que dé cabida tanto el desarrollo de un negocio tradicional como el de un negocio intensivo en tecnología.

No obstante, ciertos proyectos empresariales tienen unas características significativamente diferentes en cuanto a las condiciones en las que se desarrollan, al margen de la dimensión de la empresa o del tiempo que lleva operando. Por ello debemos diferenciar el término emprendedor o PYME del de *startup*.

La principal diferenciación de *startup* que hace que el tipo de empresa merezcan un estudio separado son de carácter más económico que jurídico, haciendo necesario para las mismas recurrir a financiación externa de forma recurrente, en unas condiciones especiales. De

---

<sup>2</sup> Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral (BOE 11 de febrero de 2012).

<sup>3</sup> Ley 14/2013, de apoyo a emprendedores y su internacionalización (BOE 28 de septiembre de 2013).

<sup>4</sup> Sánchez-Calero Guilarte, J. (29 de Octubre de 2013). *Apuntes mercantiles a la Ley del Emprendedor (I): ¿qué es un emprendedor?* Obtenido de El Blog de Juan Sánchez-Calero Guilarte.

<sup>5</sup> Alfaro Águila-Real, J. (30 de Mayo de 2013). Más bazofia al BOE: la ley de emprendedores (I). Obtenido 30 de marzo de 2017 de Almacén de Derecho.

Alfaro Águila-Real, J. (11 de Enero de 2014). ¿En qué se diferencia un emprendedor de un empresario? Obtenido 30 de marzo de 2017 de Almacén de Derecho.



hecho, por razón de estas especiales características<sup>6</sup>, fue creado el denominado Nuevo Mercado de la Bolsa de Valores, mediante la Orden de 22 de diciembre de 1999<sup>7</sup>, definiendo el tipo de empresas susceptibles de cotizar en este Nuevo Mercado sobre dos criterios un tanto imprecisos:

- Pertenecer a un sector de alta tecnología o con un alto potencial de crecimiento.
- Que implique un nivel de riesgo mayor que el de un sector tradicional<sup>8</sup>.

Es remarcable que el objetivo de este tipo de mercados financieros da cabida sólo a parte de la totalidad de *startups* existentes, pues requiere además una cierta dimensión de las empresas para poder entrar a cotizar en este tipo de mercados<sup>9</sup>.

Por ello, es necesario tratar de configurar otro tipo de definiciones para delimitar con mayor precisión una noción jurídica de *startup*, de cara a entender también el motivo por el cual sus necesidades financieras y jurídicas son significativamente distintas del de otro tipo de iniciativas empresariales.

Otras perspectivas de la definición hacen hincapié en los elementos de este tipo de empresa que la diferencian de una empresa de nueva creación o de reducido tamaño, que abarca tanto las *startups* que puedan cotizar en el Nuevo Mercado como las que no tienen las condiciones para ello, y que permitirá entender más adelante el porqué de sus especiales necesidades de financiación y características de inversión<sup>10</sup>.

---

<sup>6</sup> Vicent Chuliá, F. (2003). *Introducción al Derecho Mercantil* (14ª ed.). Valencia: Tirant lo Blanch.

<sup>7</sup> Orden de 22 de diciembre de 1999 por la que se crea un segmento especial de negociación en las Bolsas de Valores denominado "Nuevo Mercado" y se modifican los requisitos de admisión a Bolsa (BOE 30 de diciembre de 1999).

<sup>8</sup> Estas características definen en cierta medida rasgos distintivos que permiten entender el porqué de un estudio específico de este tipo de empresa, llegando hasta el punto de que nuestro regulador crease un mercado financiero separado para este tipo de empresa, siguiendo el ejemplo de otros países de nuestro entorno en la misma época, como el Alternative Investment Market, el Nouveau Marché y el Neuer Market, creados entre 1995 y 1997.

<sup>9</sup> Así lo indica la Circular 1/2000 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se establecen las condiciones particulares de admisión y permanencia del Nuevo Mercado, que en su norma 2ª se remite respecto a las condiciones para poder cotizar en este mercado a la Ley de Mercado de Valores y al Reglamento de las Bolsas, debiendo remitirnos al artículo 32 del Reglamento de las Bolsas que establece un capital social por valor de 1.202.025 euros propiedad de accionistas que no superen el 25% de participación, obtención de beneficios en dos años o en tres no consecutivos en un período de 5 años suficientes para cubrir un dividendo de al menos el 6% del capital social desembolsado, y la existencia de al menos 100 accionistas con una participación social de menos de un 25% del capital social.

<sup>10</sup> Así, es la hecha por Steve Blank, profesor de la Universidad de Stanford, que define startup como: "Organización temporal que busca un nuevo modelo de negocio replicable y escalable"

Tres elementos a nuestro parecer son cruciales para la comprensión y el estudio de cualquier aspecto relacionado con las *startups*:

1. La temporalidad y escalabilidad: el objetivo de una *startup* debe ser convertirse en un negocio consolidado en un período relativamente corto de tiempo (por lo general se espera que en un período de 5 a 10 años). Por ello, se caracteriza por una evolución muy rápida, con un claro carácter expansivo, lo cual es de especial importancia por la posibilidad de que surjan competidores, siendo por ello necesario tratar de alcanzar una ventaja competitiva suficiente antes de que esto suceda.
2. Novedad e innovación: tienen por objeto crear nuevos modelos de negocio, ofreciendo productos o servicios que no existen en el momento en que se comienza el proyecto empresarial.,
3. Condiciones de incertidumbre extrema: dados los factores anteriores, junto con que en términos generales las *startups* operan con recursos muy limitados, las *startups* se encuentran en condiciones de gran incertidumbre económica<sup>11</sup>, siendo esta otra diferencia con la PYME.

Asumiendo esta premisa, no es determinante para la consideración como *startup* la forma jurídica de la empresa<sup>12</sup>, pudiendo tratarse de un empresario individual, de una sociedad colectiva, de una sociedad limitada, de una sociedad anónima o de cualquier otra indistintamente, o incluso ser parte de un grupo de empresas mayor. Tampoco es determinante el sector, el uso de tecnología (si bien es común precisamente por la búsqueda de ofrecer un nuevo producto o servicio y por la cuestión de la escalabilidad), la dimensión (una *startup* podría tener cientos de empleados y ser internacional y aun así seguir en busca de una mayor escalabilidad, de un gran crecimiento y en condiciones de incertidumbre extrema) o cualquier otra característica que pueda tenerse en mente. Lo que determina la

---

Otra importante definición del concepto de startup es la hecha Eric Ries, emprendedor y autor del libro “The Lean Startup”:

“Institución humana diseñada para crear un nuevo producto o servicio bajo condiciones de incertidumbre extrema” .

Blank, S., & Dorf, B. (2012). *The Startup Owner's Manual*. Pescadero: K&S Ranch Press, p. 22.

Ries, E. (2015). El método Lean Startup (Novena ed.). (J. San Julián, Trad.) Barcelona, Barcelona, España, Deusto, p. 39.

<sup>11</sup> Cuestión que también se aprecia en el Nuevo mercado.

Vicent Chuliá, F. (2003). *Introducción al Derecho Mercantil* (14ª ed.). Valencia: Tirant lo Blanch.

<sup>12</sup> Vinageras Cobielles, P. (2015). *Las startups son un entorno complejo y lleno de innovación donde resulta vital que el abogado comprenda el negocio*. Actualidad Jurídica Aranzadi(898), pp. 2-3.

consideración de *startup*, es el hecho de que la institución tenga por objeto la creación de un nuevo producto, que en este proceso se encuentre en situaciones de incertidumbre extrema y que su objetivo a medio plazo sea llegar a un modelo de negocio estable.

## 2.2 La necesidad de financiación de las *startups*

A causa de las características que se han indicado como distintivas de estos proyectos empresariales, las empresas que los llevan a cabo han de intentar crecer lo más rápido posible para ser líderes en los mercados en los que se crean. Para conseguir esto, es una práctica común lo conocido en el sector como *cash burning*<sup>13</sup>, consistente en recaudar fondos de inversores externos y usarlos a gran velocidad para conseguir el mayor crecimiento posible en un horizonte temporal muy corto. El sentido de esta práctica está en protegerse frente a la entrada de empresas competidoras en el mercado generado por el nuevo producto o servicio, permitiendo conseguir un crecimiento mayor frente a un competidor de similares características que no obtenga y utilice esta financiación de la misma manera.

Siendo pues la práctica descrita de una gran difusión, se crea para las *startups* una importante necesidad: recaudar fondos con los que poder acelerar su crecimiento significativamente. No sólo esto, sino que además a raíz del rápido consumo que hacen las *startups* de los recursos conseguidos, necesitan volver a financiarse en un período de aproximadamente 10 meses en etapas tempranas<sup>14</sup>, y de aproximadamente 15 meses en etapas más avanzadas<sup>15</sup>. Es de resaltar que este tipo de práctica tiene un especial sentido por las características definitorias de *startup*, no así en los casos de PYMEs o empresas

---

<sup>13</sup> EduBourse. (17 de Febrero de 2011). *Cash Burning*. Obtenido de EduBourse: <http://www.edubourse.com/lexique/cash-burning.php>

Braun, W. (14 de Septiembre de 2016). *Startup Founders, Keep On Burning Cash, Growing Fast & Thinking Big*. Obtenido de Medium: <https://medium.com/daphni-chronicles/startupers-keep-on-burning-cash-growing-fast-thinking-big-26878ae8d620#.as6a80ssl>

Wilson, F. (12 de Diciembre de 2011). Burn rates, how much? Obtenido de AVC: <http://avc.com/2011/12/burn-rates-how-much/>

Morrill, D. (2014 de Septiembre de 2014). Is my startup burn rate normal? Obtenido de Medium: <https://medium.com/@DanielleMorrill/is-my-startup-burn-rate-normal-882b2bd20f02#.42f3d2oxh>

<sup>14</sup> Beisel, D. (9 de Noviembre de 2014). Analyzing Startup Data: Going From Seed to Series A. Obtenido de CB Insights.

<sup>15</sup> CB Insights. (21 de Abril de 2014). Time Between Series A & Series B is Shrinking. Obtenido de CB Insights.

tecnológicas no afectadas por un horizonte temporal corto, grandes necesidades de capital para desarrollar nuevos productos o servicios, e incertidumbre.

### 2.3 Los inversores especializados en startups

En la mayoría de los casos, los emprendedores no tienen la capacidad económica suficiente para asumir esta gran inversión, sino que han de recurrir a instituciones o individuos que puedan proveerles de los fondos necesarios, siendo estos además inversores especializados por las características de las *startups*<sup>16</sup>.

Estos inversores especializados pueden clasificarse principalmente en dos tipos: *business angels* y fondos de capital riesgo (v. abajo, Capítulo Cuarto). Es especialmente importante tener en cuenta que estos inversores ofrecerán financiación a las *startups* en distintas etapas de su vida, pero que estas etapas son muy cercanas en el tiempo por la citada práctica del *cash burning*.

Para ambos tipos de inversores hay unos factores comunes que determinan la rentabilidad de su inversión, y que hacen especialmente necesario para ellos establecer pactos que contemplen los grandes riesgos que asumen y los moderen en la medida de lo posible. Estos principales factores a tener en cuenta son<sup>17</sup>:

- Valoración: determinación del valor total de la compañía. Es una cuestión complicada pues una valoración muy alta implica un riesgo de pérdida mayor y una menor rentabilidad de la inversión ante un retorno final dado, además de tener implicaciones a tener en cuenta para el atractivo de la *startup* de cara a futuras rondas de financiación. Una valoración muy baja puede ir en detrimento de futuras valoraciones de otros actores que recelen de la empresa con este motivo, mientras que una valoración muy alta acarrea expectativas muy exigentes, que de no alcanzarse pueden suponer la

---

<sup>16</sup> Alto riesgo (según estudios de Knaup y Piazza tan solo el 38% de las *startups* sobreviven más de 5 años) y la iliquidez de las inversiones (normalmente la inversión debe ser de un período de más de 5 años).

A. K., & M. P. (2007). *Business Employment Dynamics Data: Survival and Longevity*. Bureau of Labor Statistics. Washington DC: Monthly Labor Review, p. 3

<sup>17</sup> Ramsinghani, M. (2014). *The Business of Venture Capital*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc, pp. 256-259.

En el Capítulo Quinto se analizarán las cláusulas más comunes para moderar los riesgos asociados a cada uno de los citados puntos. En el Capítulo Sexto se realizará un estudio a parte de la cláusula de mejor fortuna, de gran importancia en el momento de salida.

imposibilidad de conseguir inversión en futuras rondas de financiación, pudiendo derivar en el cierre de una *startup* incluso aunque esté creciendo.

- Porcentaje de participación: determinación sobre el porcentaje del capital social adquirido en relación con la valoración determinada. Es necesario a este respecto evitar una excesiva dilución del capital de los fundadores de la *startup* para mantenerlos en la ella. Esto afecta, como en el caso anterior, a potenciales inversores futuros, que por lo general serán precavidos para no invertir en *startups* cuyo equipo directivo pueda abandonar la empresa.
- Capital desembolsado: determinación de la cantidad monetaria entregada a la *startup*. Una inversión demasiado baja puede llevar a que la *startup* no sea capaz de sobrevivir lo suficiente para empezar a generar rentabilidad, o permitir que competidores sean más rápidos que ella en hacerse con el mercado, mientras que una inversión demasiado alta puede hacer que la *startup* disponga del efectivo de forma poco cuidadosa.
- Control: estipulación de pactos que garanticen un mínimo control a favor del inversor, en previsión del caso de que pierda su confianza en la dirección de la *startup*, así como que le puedan ser perjudiciales cierto tipo de operaciones (por ejemplo, una fusión).
- Salida: determinación del momento de desinversión y los términos y procedimientos para llevar a cabo esta desinversión. Su importancia se basa en que la rentabilidad de la inversión será determinada en función del tiempo y las condiciones en que se haga.

### 3 CONTRATO DE FINANCIACIÓN DE STARTUPS: CARACTERIZACIÓN JURÍDICA

#### 3.1 Consideraciones previas

Existen dos tipos de instrumentos de financiación de startups que merecen una especial consideración por su frecuencia y por las especiales características que tienen: la deuda convertible y las acciones privilegiadas<sup>18</sup>. Los pactos reflejados en ambos tipos de contrato están en gran medida sujetos a la autonomía de la voluntad de los particulares, si bien, por la relativa homogeneidad de los factores determinantes de la rentabilidad de las inversiones en este tipo de empresas se ha producido una cierta estandarización en las condiciones.

#### 3.2 Deuda convertible

##### A) Definición

Instrumento financiero híbrido de deuda convertible en acciones sin calificación jurídica de acciones o participaciones sociales<sup>19</sup>, que implica la obligación por parte del financiador prestamista de entregar una determinada cantidad de dinero, comprometiéndose el prestatario a devolver o bien dicha cantidad más los intereses que devengue, o bien a entregar una cantidad de acciones o participaciones equivalente a lo que correspondería de dividir la cantidad más los intereses devengados entre un precio determinado en el contrato de forma fija o dependiendo del acaecimiento de determinados eventos<sup>20</sup>. Este préstamo tendrá la consideración de préstamo mercantil de acuerdo con el artículo 311 del Código de

---

<sup>18</sup> Serra I Turrás, G. (2004). *Instrumentos de inversión en operaciones de capital riesgo*. Togas.biz.

<sup>19</sup> Villacorta Hernández, M. (2012). *Naturaleza, clasificación y evolución futura de las participaciones preferentes*. Revista De Derecho (Coquimbo), 19(1), 293-331.

<sup>20</sup> La función de este tipo de deuda es, de acuerdo con Espinosa, “facilitar a la sociedad anónima la obtención de recursos propios partiendo de los instrumentos jurídicos de obtención de recursos ajenos”

Alonso Espinosa, F. J. (1990). *Acciones sin voto y obligaciones convertibles en acciones en la financiación de la Sociedad Anónima (primeras anotaciones a los arts. 90-92 y 292-294 de la Ley de Sociedades Anónimas según R.D. Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre)*. Murcia: Universidad de Murcia.

Respecto a la posibilidad de establecer un precio por acción fijo o variable, se permite por analogía con las obligaciones convertibles, en que se permite un precio variable siempre que se indiquen “las bases y modalidades de conversión” en el contrato del que traen causa.

Vicent Chuliá, F. (2003). *Introducción al Derecho Mercantil* (14ª ed.). Valencia: Tirant lo Blanch, p. 936

No debe confundirse este tipo de préstamo con el préstamo participativo, si bien se pueden compaginar ambos González Asturiano, A. (10 de Noviembre de 2013). *Confusiones sobre préstamos participativos y cuentas en participación*. Obtenido de Estudio Jurídico.

Comercio, puesto que el prestatario (la *startup*) es comerciante y dedicará el préstamo a actos de comercio<sup>21</sup>.

#### B) Estipulaciones comunes

Por la definición expuesta existirán una serie de elementos que se deben detallar:

- Principal: cantidad de dinero entregada por el financiador prestamista al prestatario en el momento de celebración del contrato o en la fecha que en él se determine.
- Intereses: porcentaje sobre principal que se devengará de manera periódica durante la vigencia del contrato a favor del financiador prestamista. En el contexto de la inversión en *startups*, el tipo de interés es por lo común muy reducido, puesto que, como se verá a continuación, existen otras cláusulas a través de las cuales el financiador prestamista puede obtener beneficio.
- Causa de conversión: pacto entre el prestatario y los financiadores prestamistas, que establece el momento de conversión de la deuda preexistente en acciones o participaciones de la sociedad prestataria. Es habitual establecer como causa de conversión la conclusión de la convocatoria y despliegue de un llamado turno, vuelta o ronda de financiación (en argot, el cierre de una ronda de financiación), en el contexto de un análisis de eficiencia de los recursos de la empresa, que determina definitivamente la superior eficiencia de la sustitución de recursos ajenos por recursos propios. También es frecuente establecer un momento determinado en el tiempo en que la deuda pasa a convertirse en acciones a un precio determinado, lo cual funcionaría como una suerte de futuro sobre acciones o participaciones. Es recomendable, de acuerdo con Feld y Mendelson, establecer una serie de excepciones a la convertibilidad de la deuda, determinándose por lo general en este tipo de contratos que no sea posible la conversión de la deuda en caso de una modificación estructural de la sociedad, recibiendo en este caso de forma automática los financiadores prestamistas la cantidad resultante de sumar el principal y los intereses.

---

<sup>21</sup> Ruiz de Velasco y del Valle, A. (2007). *Manual de Derecho Mercantil*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas, pp. 912-917  
*Introducción al Derecho Mercantil*, cit., p.950.

- Precio de conversión: pacto de determinación del precio a pagar por el financiador prestamista en caso de que se dé una de las causas de conversión especificadas en el contrato<sup>22</sup>, pudiendo estar condicionado este precio a la circunstancia que determine la conversión. Refiriéndonos a las causas expuestas en el punto anterior, es común establecer que, respecto del caso en que la conversión se produce por la conclusión de la ronda de financiación, el precio sea el establecido para las acciones o participaciones emitidas para los inversores partícipes de la ronda, descontado en un cierto porcentaje con objeto de compensar su inversión más temprana, mientras que si la conversión se da automáticamente por el paso del tiempo se estará a un precio previamente fijado. En todo caso, es posible establecer un límite a la valoración de la empresa, de forma que haya asegurado un mínimo porcentaje de participación en la empresa, estableciendo una opción de compra a un precio previamente determinado a favor del financiador prestamista, que este podrá ejercitar en caso de un precio por acción o participación superior al definido en el pacto.
- Opciones de compra: pacto que establece un derecho de compra además del fijado por la posibilidad de convertir el principal y los intereses de la deuda en acciones. De esta forma, se estipula a favor del financiador prestamista la posibilidad de comprar acciones o participaciones al precio determinado en la ronda de financiación, en una cantidad superior respecto a las correspondientes a su participación. Esto supone para la empresa un incremento de liquidez al ser un nuevo desembolso por parte del financiador prestatario<sup>23</sup>.
- Naturaleza de las acciones o participaciones convertidas: pacto que determina si la participación del financiador prestamista tras haber sido convertida la deuda preexistente será formada por acciones o participaciones privilegiadas en las condiciones de la ronda de financiación, o si por el contrario se tratará de acciones o participaciones ordinarias.
- Excepciones a la convertibilidad: determinación de situaciones en las cuales se retira al financiador prestamista la facultad de convertir la deuda en acciones o

---

<sup>22</sup> García de Enterría Lorenzo-Velázquez, J. (1987). Las obligaciones convertibles en acciones ante la reforma del Derecho de Sociedades. *Revista de Derecho Mercantil*.

<sup>23</sup> En el caso de la conversión hemos de recordar que el financiador prestamista no desembolsaría ninguna cantidad en el momento en que la deuda se convierte, sino que sale de la cantidad de la deuda preexistente.



participaciones de la sociedad. Este tipo de disposición es necesaria de cara a evitar situaciones problemáticas especialmente en el caso de modificaciones estructurales de la sociedad, pudiendo ser de otro modo de una excesiva complejidad jurídica como apuntaba Menéndez respecto del caso de las escisiones<sup>24</sup>.

- Otras estipulaciones: es posible además de determinar las condiciones ya citadas, establecer cualquier otro derecho a favor del financiador prestamista como los que se verán en el Capítulo Cuarto del presente trabajo, puesto que los intereses del financiador prestamista en caso de pasar a ser socio serán los mismos que tendrá un inversor de capital riesgo.

### C) Estipulaciones especiales o adicionales

Si bien la definición de este instrumento de financiación es un préstamo por su naturaleza jurídica, se ha de tener en cuenta que en el sector del capital riesgo es muy poco frecuente que se exija el repago de la deuda. El fundamento principal de este tipo de financiación más que ser un préstamo a una startup, es actuar como mecanismo que permite posponer la valoración de la *startup*. De ahí que exista una cláusula implícita de no reembolso.

En caso de conversión, quedará a discreción de la sociedad decidir si desea pagar con acciones o participaciones en circulación o llevar a cabo una emisión de nuevas acciones o participaciones<sup>25</sup>. Siendo así, adquiere especial sentido el que se establezca un descuento en el precio de la futura ronda de financiación (si es que se da), puesto que invirtió en un momento más temprano de la vida de la *startup*, asumiendo un riesgo mayor que el inversor posterior

Una situación en la que es común que una *startup* requiera del préstamo convertible es el préstamo *bridge*, llamado así por hacerse entre rondas de financiación para cubrir necesidades de liquidez de la sociedad.

En todo caso, como se hace con las acciones o participaciones adquiridas por causa de un contrato de financiación de *startups*, puede determinarse en el contrato en que se pacta la

---

<sup>24</sup> Menéndez Menéndez, A. (1984). Escisión de sociedad anónima y obligaciones convertibles. *Revista de Derecho Mercantil*.

<sup>25</sup> de Miguel Bilbao, M. C. (2015). Obligaciones convertibles como instrumento financiero compuesto. *Revista Quincena Fiscal*.

emisión de deuda convertible una serie de derechos y obligaciones por encima de lo establecido por la Ley para las acciones o participaciones comunes, siendo estudiados en el Capítulo Quinto del presente trabajo los derechos y obligaciones concretos que es común que se establezcan para las acciones o participaciones de inversores.

### **3.3 Acciones o participaciones privilegiadas**

Las acciones o participaciones que forman el capital de una sociedad confieren una serie de derechos y obligaciones para los socios de la misma que vienen comúnmente definidos en el Capítulo Dos del Título Cuarto de la Ley de Sociedades de Capital<sup>26</sup> (en adelante LSC) y en los estatutos de la propia sociedad.

En el caso de las acciones y participaciones que los inversores adquieren al financiar *startups*, es común que durante la negociación se establezcan una serie de derechos adicionales a los mínimos establecidos por la Ley, y en algunos casos supeditando la vigencia de esos derechos al cumplimiento de determinadas obligaciones también por encima de lo dispuesto en normas imperativas, lo cual hace que se creen distintos tipos de acciones y participaciones: las ordinarias y las privilegiadas.

Debe evitarse confundir esta clase de acciones privilegiadas con las acciones preferentes (subtipo de privilegiadas) de la LSC. Si bien en la bibliografía en lengua inglesa son denominadas *preferred stocks*, siendo la traducción más común a esto el término “acciones preferentes”, no se trata de la figura de la acción preferente tal como la define la Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>27</sup>.

Al contrario de lo que se acaba de definir, las acciones de los inversores de *startups* sí confieren participación en el capital de la sociedad, sí se establecen derechos de voto (incluso con algunos derechos de veto) y de hecho existen varios tipos de cláusulas que analizaremos más adelante que establecen unas garantías por encima de las acciones comunes. Por este motivo, a lo largo del presente trabajo se ha optado por referirse a las

---

<sup>26</sup> Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010).

<sup>27</sup> “Valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada” Comisión Nacional del Mercado de Valores. (1 de Marzo de 2009). Participaciones preferentes (PPR) - CNMV. Obtenido de CNMV.

acciones de los inversores como acciones privilegiadas, con el fin de evitar la posible confusión con las acciones preferentes del Derecho Español.

Por otro lado, podemos ver que este tipo de acciones sí que estarían contempladas por el artículo 94 de la LSC, que reconoce la posibilidad de que acciones y participaciones sociales establezcan derechos diferentes a favor de sus propietarios, formando distintas clases de acciones o participaciones. De esta forma, se permite el establecimiento de un trato diferenciado para las distintas clases de acciones, debiendo ser igual el trato para los propietarios de las acciones de la misma clase.

De acuerdo con el artículo 23.d) es necesario recoger en los estatutos las distintas clases de acciones que pueda haber, así como los derechos asociados a estas, lo cual implica la necesidad de observar las formalidades requeridas para la modificación de los Estatutos cuando sean negociadas<sup>28</sup>.

Como limitaciones a los privilegios que pueden ser establecidos, el artículo 96 de la misma Ley no permite la creación de acciones o participaciones con derecho a percibir un interés, que alteren la proporción entre valor nominal y derecho de voto o preferencia. Por lo demás, la Ley deja a la autonomía de la voluntad de los socios negociar los derechos que se atribuyen a cada clase<sup>29</sup>.

Los privilegios asociados a este tipo de acciones pueden ser muy diversos. Es común encontrar que los inversores se centren en conseguir privilegios referidos al control, adquisición de nuevas acciones o participaciones, moderación de la dilución, formas de salida y preferencias de liquidación, pues como se ha indicado en el Apartado 1.3 estas son las cuestiones especialmente determinantes de la rentabilidad de estos inversores<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Sánchez Calero, F., & Sánchez-Calero Guilarte, J. (2011). *Instituciones de Derecho Mercantil* (34ª ed.). Cizur Menor: Aranzadi.

<sup>29</sup> *Instituciones de Derecho Mercantil*, cit.

<sup>30</sup> Se estudiará en el Capítulo 5 y 6 del presente trabajo.

## 4 ELEMENTOS SUBJETIVOS

### 4.1 Startup

La *startup*, como ya se ha indicado, puede tener distintas formas jurídicas<sup>31</sup>, si bien no todas son atractivas de cara a recibir inversión:

- Persona física a título de empresario individual:

Es posible que una *startup* sea un empresario individual, si bien esto no es óptimo para atraer inversiones, puesto que es necesario poder distribuir porcentajes de participación de la empresa. Por ello, es más común que las *startups* se estructuren como una sociedad.

- Sociedades civiles:

En concreto, de entre las sociedades, las sociedades civiles no son tampoco convenientes para recibir inversiones. Si bien las sociedades cooperativas gozan de ciertos beneficios fiscales, se encuentran con el problema de que no se pueda distribuir el porcentaje de voto entre los socios, cosa que es deseable en una *startup* por el distinto peso de las aportaciones de los actores implicados en el desarrollo del negocio.

- Sociedades mercantiles:

Dentro de las sociedades mercantiles, podría existir duda sobre la posibilidad de constituir sociedades de tipo personalista o capitalista. A este respecto, no parece adecuado para obtener financiación de inversores las sociedades colectivas, pues en estas no hay una limitación de la responsabilidad en que pueden incurrir los socios, siendo además la posible responsabilidad en la que incurran solidaria<sup>32</sup>. Tampoco es conveniente la forma jurídica de la sociedad comanditaria, puesto que para los socios colectivos supone una responsabilidad ilimitada por las deudas de la empresa, mientras que los socios comanditarios tienen prohibición legal imperativa

---

<sup>31</sup> Vinageras Cobielles, P. (2015). *Las startups son un entorno complejo y lleno de innovación donde resulta vital que el abogado comprenda el negocio*. Actualidad Jurídica Aranzadi(898), pp. 2-3.

<sup>32</sup> Ibáñez Jiménez, Javier. (2015). Sociedades personalistas. En J. Ibáñez Jiménez y otros, *Fundamentos de Derecho Empresarial. II* (págs. 50-61). Cizur Menor: Editorial Aranzadi S.A., p. 52

que les impide tomar parte en la gestión de la empresa<sup>33</sup>, no siendo pues conveniente para los directivos de la startup ni para sus inversores. En la sociedad comanditaria por acciones se puede encontrar que la mayoría de los socios sí tienen responsabilidad limitada, pero debe al menos haber un socio colectivo con responsabilidad ilimitada, y siendo además para este socio una *iusta causa remotionis* en caso de querer desvincularse de la sociedad<sup>34</sup>, lo cual podría ser especialmente problemático en caso de que el negocio escale, cosa que como se ha señalado es un objetivo intrínseco a la figura de la *startup*.

Así pues, la estructura óptima para la constitución de la *startup* de cara a los inversores y a los propios socios de la *startup* pasa por las formas jurídicas de las sociedades capitalistas de la Sociedad Limitada (en adelante SL) o la Sociedad Anónima (en adelante SA). Si bien las dos son adecuadas para una *startup*, es más común en fases iniciales que la *startup* se constituya como una SL, por tener unos requisitos de capital menores e implicar una mayor dificultad para la transmisión de las acciones dificultando así la salida de los socios<sup>35</sup>, o que de darse esta salida al menos el resto de socios puedan tener un cierto control de a quién se transmiten. Es además especialmente interesante esta opción en caso de optar por constituir una Sociedad Limitada Nueva Empresa, pues facilita más aún los trámites de constitución cumpliendo tan sólo con el requisito de que el número inicial de socios sea de un máximo de cinco<sup>36</sup>. Sin embargo, si estas *startups* llegan al punto de salir a bolsa necesitarán convertirse en Sociedades Anónimas. En todo caso, se ha de tener en cuenta que de cara a la constitución de opciones de compra de acciones para empleados es más conveniente la forma de SA, por lo que si se desea usar este tipo de incentivo para los empleados es posible que la forma jurídica de la SA sea adoptada desde etapas tempranas.

---

<sup>33</sup> *Fundamentos de Derecho Empresarial. II*, cit., pp. 55-59.

<sup>34</sup> *Fundamentos de Derecho Empresarial. II*, cit., p. 60

<sup>35</sup> De Carlos Bertrán, L., & Tortuero Ortiz, J. (2015). Las sociedades capitalistas. En J. Ibáñez Jiménez, & y otros, *Fundamentos de Derecho Empresarial. II* (págs. 65-88). Cizur Menor: Editorial Aranzadi S.A.

<sup>36</sup> *Fundamentos de Derecho Empresarial. II*, cit., pp. 80-81.

## 4.2 Inversores en etapas iniciales: inversores ángeles

Es considerado ángel de negocio el particular, sea cual sea su condición, que realiza inversiones en *startups* en nombre propio, aportando capital, experiencia y contactos, invirtiendo de forma individual o en su caso en pequeños grupos conocidos como sindicatos de *business angels* (colaborando, pero invirtiendo cada uno en su propio nombre)<sup>37</sup>.

Por otro lado, ha surgido recientemente un nuevo tipo de inversores ángeles conocidos como superángeles, que hacen inversiones reducidas en una gran cantidad de *startups*, pudiendo llegar a recaudar fondos de otras personas, convirtiéndose en algo similar a un pequeño fondo de capital riesgo<sup>38</sup>.

## 4.3 Inversores especializados: Entidades de Capital Riesgo

Respecto a la forma jurídica de los fondos de capital riesgo, existe un tipo concreto de sociedad capitalista en el ordenamiento español, la Sociedad de Capital Riesgo, un tipo de SA “cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de carácter no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de las Bolsa de Valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente”<sup>39</sup>

En el informe “*Venture Capital. Operaciones de inversión de capital riesgo*” de Garrigues Abogados se define capital riesgo como:

“la toma de participación, generalmente minoritaria, en el capital de una empresa no cotizada en Bolsa, con vocación de temporalidad y con el objetivo primordial de facilitar el crecimiento y desarrollo de un proyecto empresarial, coadyuvando de este modo el aumento del valor de la participación, para acabar transmitiéndola, dentro o fuera de un mercado organizado de valores, y generar así la correspondiente plusvalía”.

---

<sup>37</sup> Colomer i Espinet, A., & y otros. (2009). *Los Business Angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas*. Madrid: Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, pp. 43-44, 46-47.

<sup>38</sup> *Venture Deals*, cit., p. 9

<sup>39</sup> *Fundamentos de Derecho Empresarial. II*, cit., p. 87

Podemos ver pues que se trata de una sociedad cuyo objeto social es la inversión en empresas no cotizadas con vistas a mantener su inversión durante un largo período de tiempo y participando en cierta medida en la actividad económica de la empresa con el fin de que su crecimiento determine un mayor precio de venta de la participación en el momento en que la Sociedad de Capital Riesgo (en adelante SCR) desee vender su participación.

No obstante, además de como SCR, la inversión en el sector de Capital Riesgo se puede estructurar como un binomio Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo – Fondos de Capital Riesgo<sup>40</sup> (en adelante FCR), siendo el FCR un patrimonio perteneciente a una pluralidad de inversores(partícipes), de acuerdo con el artículo 30 de la Ley 22/2014<sup>41</sup> (en adelante LCR) de cara a que este pueda ser invertido, mientras la Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo es una SA dedicada a las funciones de gestión de carteras, participando en la administración de las sociedades invertidas<sup>42</sup>. Este tipo de estructuración permite que una Sociedad Gestora realice labores de gestión para más de un Fondo, de forma que distintos inversores puedan invertir en distintos fondos, con distintos objetivos y duraciones temporales.

Las principales diferencias entre una SCR y un FCR radican en torno a: su forma jurídica, siendo el primero SA y el segundo un patrimonio sin personalidad jurídica; duración, siendo el primero de duración indefinida mientras que el segundo está sometido a un plazo tras el cual se ha de liquidar la sociedad); requisitos de capital, en el primero se deberá suscribir capital social por valor de 1.200.000 euros y desembolsar al menos la mitad del capital suscrito en los tres años posteriores a la constitución de la sociedad, de acuerdo con el artículo 26 de la LCR, mientras que en el caso del FCR se ha de comprometer un patrimonio de 1.650.000 euros, de acuerdo con el artículo 31 de la LCR; respecto a su

---

<sup>40</sup> Unirisco Galicia. (3 de Octubre de 2013). Qué es el Capital de Riesgo. Obtenido de Unirisco: <http://www.unirisco.com/quienes-somos/que-es-el-capital-de-riesgo/>

<sup>41</sup> Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 13 de noviembre de 2014).

<sup>42</sup> Wolters Kluwer. (s.f.). Entidades de Capital Riesgo. Obtenido de Guías Jurídicas Wolters Kluwer: [http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAUMjU3MLtbLUouLM\\_DxbIwMDCwNzA7BAZlqlS35ySGVBqm1aYk5xKgBZiJrxNQAAAA==WKE](http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAUMjU3MLtbLUouLM_DxbIwMDCwNzA7BAZlqlS35ySGVBqm1aYk5xKgBZiJrxNQAAAA==WKE)

gestión, la Sociedad se gestiona por sí misma, mientras que el FCR debe ser gestionado por una Sociedad Gestora.

Respecto al tipo de empresas invertidas por entidades de capital riesgo, es común diferenciar en argot las sociedades dedicadas a *Private Equity* de las centradas en *Venture Capital*, refiriéndose el primer término a inversiones en empresas consolidadas y el segundo a inversiones en *startups*. Por ello, en adelante al referirnos a inversores de Capital Riesgo nos estaremos refiriendo a entidades de *Venture Capital*. Estas entidades de *Venture Capital*, tal como se ha indicado con los inversores ángel, pueden cooperar en inversiones mediante la formación de sindicatos de inversores.

Respecto a las características de las *startups* invertidas por los fondos de capital riesgo, pueden ser de muy distinto tipo, pudiendo invertir desde las fases más tempranas (lo cual es conocido en argot como *seed capital*), o bien en empresas algo más desarrolladas (lo cual se identifica con el término *Venture Capital* y el cierre de las llamadas rondas de financiación). Por otro lado, los fondos de capital riesgo pueden centrar su política de inversiones en un sector económico concreto o abarcar varios, así como distinguirse por buscar *startups* que provean de servicios a empresas o que traten directamente con consumidores.



## 5 ELEMENTOS FORMALES: CLÁUSULAS Y CONDICIONES GENERALES

Respecto a las cláusulas incluidas en los contratos de financiación de startups en lo relativo a privilegios para las acciones o participaciones de los socios, es recomendable que estos pactos se vean reflejados tanto contractualmente como estatutariamente<sup>43</sup>. Por tanto, estos pactos se verán, en la medida de lo posible, incluidos en ambos documentos.

Respecto a las condiciones incluidas en los mismos, Feld y Mendelson<sup>44</sup> y Ramsinghani<sup>45</sup> indican algunas de las cláusulas más comunes e importantes en este tipo de contratos, que a continuación se pasa a analizar. Las agruparemos en torno a los factores determinantes de la rentabilidad de la inversión, esto es,

1. Valoración
2. Porcentaje de participación
3. Control
4. Salida

Por último, en este capítulo analizaremos brevemente pactos relativos a la conversión de acciones o participaciones privilegiadas en comunes, así como los pasos habituales en la negociación de estos pactos de cara a su formalización.

### 5.1 Sobre valoración

#### 5.1.1 Consideraciones previas

En referencia a la valoración de la *startup*, se ha de definir en todo momento si la valoración que se establece se trata de *premoney* o *postmoney*. Una valoración *premoney* determina el precio asignado a la totalidad de las acciones o participaciones de la compañía en el momento previo a que se realice la inversión, mientras que la valoración *postmoney* determina que la valoración se realiza en el momento en que ya se ha realizado la inversión. Por este motivo, en caso de referirse una valoración *premoney*, ésta se refiere a la valoración de las acciones existentes antes de la ampliación de capital que da entrada a los

---

<sup>43</sup> *Instrumentos de inversión en operaciones de capital riesgo*, cit.

<sup>44</sup> *Venture Deals*, cit, pp. 31-93.

<sup>45</sup> *The Business of Venture Capital*, cit., pp. 255-289.

nuevos socios, mientras que en el caso de la valoración *postmoney* ya se está teniendo en cuenta las nuevas acciones suscritas.

A modo de ejemplo, si se hace referencia a una valoración *premoney* de 10 millones de euros en una operación en la que se invertirán 1 millón de euros, la valoración *postmoney* de la empresa será de 11 millones, mientras que si se hace referencia a una valoración *postmoney* de 10 millones y en una operación de inversión por 1 millón de euros, la valoración *premoney* de la empresa es de 9 millones de euros.

### 5.1.2 Valoración por hitos

#### A) Definición

Pacto que condiciona la valoración efectiva de la startup al cumplimiento de unos ciertos hitos por la misma, estableciendo que, en caso de cumplirse los hitos por parte de la sociedad invertida, se producirá una dilución de la participación de los inversores en favor de los demás propietarios de acciones y participaciones. De esta forma se llega a un acuerdo en que las partes contemplan que el precio pagado inicialmente por las acciones o participaciones de la sociedad haya sido menor que su valor efectivo, motivo por el cual se mantiene el valor del capital social disminuyéndose la participación del socio inversor en un determinado porcentaje respecto del que obtuvo en un momento inicial, aumentando así la participación del resto de socios.

#### B) Estipulaciones

- Hitos o condiciones: deben establecerse causas objetivas y contrastables, que supondrán una causa de ejecución automática de la cláusula.
- Plazo: se ha de establecer un determinado plazo de tiempo en que estas cláusulas tengan eficacia, pues el objetivo de la cláusula es comprobar si en el corto plazo la valoración de la empresa realizada era muy distinta del valor real de la misma.
- Porcentaje diluido: se debe determinar tanto el porcentaje que se diluirá en caso de darse la condición establecida, como determinar de manera exacta qué hito da lugar a esta dilución concreta.
- Método de dilución: Es posible determinar que, en lugar de ser reabsorbidas las acciones o participaciones del inversor firmante del acuerdo, se pueda hacer una

emisión de acciones en favor de los restantes socios, lo cual produciría para estos unos efectos patrimoniales similares. No obstante, esta opción sería más compleja, pues en caso de entrar nuevos socios debería modificarse el acuerdo para que se viesen beneficiados por esta cláusula, además de hacer que se mantuviesen privilegios como preferencias de liquidación, siendo esto un inconveniente para el resto de socios. Por ello, la opción más común es establecer la reabsorción de las acciones y participaciones que se determinen en el pacto.

## **5.2 Sobre porcentaje de participación**

### *5.2.1 Consideraciones previas*

Respecto al porcentaje de participación en la *startup* este se puede determinar de manera “totalmente diluida” o no. El término “totalmente diluida” indica que la participación indicada (expresada como un tanto por ciento) sería la resultante de que se ejerciesen todas las opciones y derechos sobre acciones vigentes en el momento de celebración del contrato, como la conversión de opciones de empleador o de la deuda convertible.

En caso de determinar que la participación adquirida por un inversor es una participación “totalmente diluida”, es común estructurar una reserva de opciones para la mejor protección de los intereses del inversor, de forma que en caso de ofrecerse nuevas opciones sobre acciones a empleados que entren posteriormente en la compañía, estas potenciales nuevas opciones ya hayan sido tenidas en consideración en el cálculo.

### *5.2.2 Cláusulas anti dilución*

#### A) Definición

Pacto condicional por el cual, en caso de darse la condición de que como resultado de una ronda de financiación posterior el valor de cada acción se vea minorado, se produzca una nueva emisión de acciones a favor del inversor parte de la cláusula<sup>46</sup>. De esta forma, el

---

<sup>46</sup> Investopedia. (10 de Junio de 2015). Fully Diluted Shares. Obtenido de Investopedia: <http://www.investopedia.com/terms/f/fullydilutedshares.asp>  
Investopedia. (17 de junio de 2015). What's the difference between basic shares and fully diluted shares? Obtenido de Investopedia: <http://www.investopedia.com/ask/answers/061715/whats-difference-between-basic-shares-and-fully-diluted-shares.asp>

inversor se ve protegido de una bajada en el valor de las acciones o participaciones adquiridas, siendo el resto de socios no protegidos por esta cláusula los que se ven perjudicados por la bajada de valor.

#### B) Estipulaciones

- Causa o condición: este pacto establece como causa que hace efectivo el mecanismo anti dilución el cierre de una ronda de financiación que resulta en un precio por acción o participación menor que el establecido en el contrato de financiación en el que se establece la cláusula.
- Número de acciones: el número de acciones emitidas a favor del inversor podrá depender de si la protección frente a la dilución es total o es parcial. La protección total, definida comúnmente por el término inglés *full ratchet*, opera de forma que es caso de darse la condición, se emitirá la cantidad de acciones que haga que la valoración total de las acciones se mantenga estable. A modo de ejemplo, en el caso de que haya un inversor protegido por una cláusula full ratchet, si el precio por acción establecido por el inversor fue de 3 euros, comprando un total de 300 acciones, y en una ronda de financiación posterior el precio por acción determinado es de 2 euros, el inversor protegido por la cláusula full ratchet recibiría 150 nuevas acciones, de forma que mantendría 450 acciones con una valoración total de 900 euros. Por otro lado, se puede establecer una protección anti dilución parcial, mediante lo conocido como método de media ponderada, estableciendo que se reciban acciones por el porcentaje obtenido por el inversor que obtiene el precio más bajo y al precio que éste ha determinado. Es decir, continuando con el ejemplo anterior, si el inversor que compró acciones por 2 euros compró una participación de un 10% en la sociedad, el inversor que adquirió 300 acciones por 3 euros, recibiría el equivalente a dividir el valor social del 10% de su participación (esto es, 900 multiplicado por 10%, 90) entre el nuevo precio por acción (2 euros), obteniendo así 45 acciones, de las cuales 30 correspondían al 10% de 300 acciones, mientras que 15 serían de nueva emisión.
- Base amplia o base estricta: es necesario determinar si para la base del cálculo de las acciones a emitir se utilizará una base de acciones en sentido amplio o en sentido estricto. De determinarse una base estricta, solamente se tendrán en cuenta a efectos

del cálculo las acciones o participaciones en circulación en el momento de la dilución, mientras que si se determina una base amplia, se habrán de tener en cuenta para el cálculo las acciones que habría en total en caso de ejercerse todas las opciones y derechos sobre acciones en el momento en que se produce la dilución, es decir, la base del cálculo sería la misma que cuando se determina que una participación se entiende totalmente diluida.

- Excepciones: quedan excluidas, por lo general, del pacto anti dilución, las siguientes situaciones susceptibles de causar una posible dilución:
  - El ejercicio de opciones sobre acciones reservadas para empleados. Realmente no se podría hablar aquí de dilución, pues como hemos visto la participación se suele calcular totalmente diluida, lo que implica que ya se ha tenido en cuenta que los empleados ejerzan estas opciones.
  - Emisión de acciones o participaciones emitidas a causa de modificaciones estructurales de la sociedad (como una fusión, adquisición, escisión, etc.) con aprobación del Consejo de Administración.
  - Emisión de acciones o participaciones emitidas con objeto de pagar un arrendamiento financiero o préstamo bancario o deuda financiada por una institución financiera.
  - Entre las excepciones hay que destacar el caso de que la ampliación de capital con una valoración a la baja sea suscrita por los propios inversores y socios de la *startup*, es decir, en el caso de que la *startup* necesite financiación, pero no encontrase ningún nuevo inversor interesado en participar, los inversores y socios podrían suscribir las acciones necesarias, lo cual podría implicar una valoración a la baja. Esta situación puede ser problemática en el caso de que algunos de los inversores y socios estén dispuestos a participar en la nueva ronda mientras que otros inversores no, beneficiándose los últimos de sus cláusulas anti dilución mientras que los inversores que sí participan están desembolsando dinero para recibir su participación. En este caso, se determina que todos los inversores renuncian automáticamente a sus cláusulas anti dilución para evitar el citado inconveniente y para incentivar la participación en la ronda.

En todo caso, conviene aclarar que se protege al inversor frente a la dilución respecto al precio por acción que determinó él en la ronda de inversión en la que participó, no respecto a la última valoración de la empresa. Es decir, en el caso de que el inversor fijase en la ronda de financiación un precio por acción de 3 euros y un inversor posterior fijase un precio por acción de 5 euros, en caso de darse una nueva ronda de financiación con precio por acción de 4 euros, sólo tendría efecto la cláusula anti dilución de quien participase en la segunda ronda de financiación, y no en la primera (puesto que respecto a estos últimos no se produce dilución a menos que el precio por acción sea inferior a 3 euros por acción). Por este motivo, es común que los inversores de etapas iniciales no establezcan cláusulas de este tipo, puesto que de hacerlo los inversores de rondas posteriores probablemente también las establezcan, y al hacerlo con valoraciones más altas, es probable que las cláusulas anti dilución tengan efecto para estos inversores posteriores, pero no para los de etapas iniciales.

### 5.2.3 Opciones para empleados

#### A) Definición

Contrato por el que la sociedad (como concedente u optataria) confiere el derecho de adquirir acciones o participaciones a favor de los empleados (tomadores, optantes o ejercientes) de la sociedad, en una fecha determinada, bajo la condición de haber ejercido de manera efectiva una determinada actividad profesional a favor de la sociedad<sup>47</sup> o por el cumplimiento de unas determinadas metas<sup>48</sup>, a un precio determinado previamente, pudiendo ser también a título gratuito.

#### B) Estipulaciones

- Precio de ejercicio: precio que debe pagar el tomador, optante o ejerciente para adquirir la propiedad de las acciones o participaciones, determinado de forma fija o en relación con algún precio futuro.
- Plazo: momento determinado en que el tomador, optante o ejerciente puede optar por adquirir la propiedad de las acciones o participaciones.

---

<sup>47</sup> El Derecho. (2010). Guía Práctica de Sociedades Anónimas. Madrid: El Derecho Editores S.A.

<sup>48</sup> Merino Madrid, E. (2008). Stock Options: una visión jurídica, económica, financiera y contable. Madrid: ICAC, pp. 20,126.

- Entrega: puede establecerse la entrega de las acciones, en cuyo caso el activo subyacente a la opción, esto es, la acción o participación, es entregado al optante que puede decidir conservarlo y venderlo, o venderlo en el momento y obtener una ganancia por la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio del activo subyacente, o puede determinarse que no se produzca en ningún momento la entrega del activo subyacente, sino que tan sólo se dé una cantidad equivalente a la diferencia entre el valor del subyacente y el precio de ejercicio, siendo así un instrumento notional.

Es común en las *startups* pagar a sus empleados no sólo con su salario, sino también con opciones sobre acciones, con el objetivo de reducir el coste del personal en la liquidez de la empresa y crear un incentivo para que los empleados se mantengan en la empresa a largo plazo. Como ya se ha indicado, es común a este efecto establecer un *pool* de opciones en los contratos de financiación de *startups*, para evitar así la dilución que podría suponer para los inversores la emisión de las acciones o participaciones correspondiente al ejercicio de las opciones concedidas a los empleados.

#### 5.2.4 Acuerdos de adquisición de derechos sobre acciones o vesting

##### A) Definición

Pacto por el cual los socios fundadores y directivos de la *startup* participante en el contrato de financiación consolidarán sus derechos sobre acciones por el transcurso del tiempo mientras mantengan su vinculación con la sociedad ejerciendo labores de dirección y administración de la misma<sup>49</sup>. De esta forma se somete a condición la efectiva obtención de un porcentaje significativo de acciones o participaciones por parte de estos socios al efectivo compromiso de éstos con la sociedad, creando así un incentivo para que permanezcan en la empresa.

Esta cláusula establece que los socios consigan un cierto número de acciones o participaciones en un período de tiempo, normalmente de cuatro años<sup>50</sup>. De esta forma, se condiciona la efectiva obtención de un porcentaje significativo de acciones por parte de los

---

<sup>49</sup> Francis Lefebvre. (2016). *Memento práctico Francis Lefebvre Sociedades Mercantiles*. Madrid: Francis Lefebvre.

<sup>50</sup> *Venture Deals*, cit, p. 50

socios a que estos permanezcan en la empresa un determinado período de tiempo, recompensando así a los socios que efectivamente se comprometan con la empresa durante un largo período de tiempo.

#### B) Estipulaciones

- Participación a consolidar: determinación del número de acciones o participaciones cuyos derechos han de consolidarse durante la vigencia de la cláusula.
- Plazo: determinación del período de tiempo durante el cual se produce la consolidación de los derechos sobre las acciones o participaciones determinados en la cláusula.
- Porcentaje consolidado: porcentaje de las acciones o participaciones que serán consolidadas en cada período de tiempo.
- Efecto sobre porcentaje no consolidado: determinación sobre si las acciones o participaciones correspondientes a derechos que no han llegado a consolidarse antes de la salida del socio serán reabsorbidas por la sociedad o si estas se reservarán para algún otro socio.
- Aceleración de la consolidación: causas determinadas que causan de manera automática una aceleración en la consolidación de los derechos sobre acciones o participaciones.

#### C) Estipulaciones especiales o adicionales

Una estructura común para esta cláusula es el establecimiento de que el socio obtenga un 25% de las acciones o participaciones sobre las que se constituyen sus derechos al terminar el primer año de permanencia, mientras que los tres años restantes obtenga mensualmente la parte proporcional del 75% restante. De esta manera, en caso de que un socio abandone la *startup* antes de pasar un año, perdería todas sus acciones o participaciones, viéndose esto justificado por lo especialmente grave que es para el inversor y los demás socios la ruptura tan temprana de la relación, que en principio debería haber sido duradera por los riesgos y el compromiso que requiere el desarrollo de la *startup*. Por otro lado, la ruptura de la relación con la sociedad más de un año después de recibir la financiación no sería tan abrupta, puesto que el socio ya habría puesto una parte importante de esfuerzo, y con el paso del tiempo podrían haberse deteriorado las relaciones empresariales y personales,



siendo preferible en este caso la desvinculación del socio a que este se mantenga en la *startup* a la espera de recibir otro paquete de acciones o participaciones por cuestión de unos meses.

En caso de que los socios hayan desarrollado la *startup* durante un período de tiempo antes de la entrada del inversor, es común establecer que parte del período habitual de *vesting* de cuatro años se entendiese como ya transcurrido, teniendo ya un porcentaje de sus acciones desde la perfección del contrato de financiación.

Sobre el caso de que no lleguen a consolidarse los derechos sobre las acciones o participaciones por no haber completado el período de permanencia establecido por la cláusula, por lo general, se establece que estas acciones sean reabsorbidas por la sociedad, desapareciendo y suponiendo un aumento del porcentaje de participación del resto de socios e inversores.

Respecto a la aceleración de la consolidación de los derechos sobre acciones o participaciones, se puede establecer una aceleración automática (*single trigger*) o aceleración condicionada (*double trigger*). En el primer caso, de aceleración automática, se consolidarán los derechos sobre acciones o participaciones solamente con que se de alguno de los hechos que producen la aceleración, mientras que en el segundo se establece una condición además de la de que se dé la situación de cambio de control. Uno de los supuestos que de manera generalizada se estipula como causante de esta consolidación acelerada es el supuesto de cambio de control de la sociedad, por ejemplo, en el caso de una fusión o en caso de que se decida por parte de otros socios sustituir a uno de los socios fundadores en la dirección de la startup por algún otro socio profesional.

Un ejemplo del contenido de cláusula de *vesting* con aceleración automática sería que en el caso de una fusión todos los derechos de los socios se consolidasen automáticamente, lo cual llevaría a que ya tuvieran todas las acciones que se les habían reservado, no importando el momento de tiempo en que suceda ni ningún otro matiz. Si la cláusula fuera de aceleración condicionada, sería necesario que además de la fusión, el socio fuese despedido como directivo. Esta última opción es más común, pues es probable que en caso de que una empresa o inversor esté interesado en la compañía desee mantener a su equipo directivo, para lo cual la cláusula de *vesting* es un buen incentivo.

### 5.2.5 *Derecho de compra de acciones*

#### A) Definición

Cláusula que establece un derecho de adquisición de un determinado número de acciones o participaciones en rondas de financiación futuras a favor de un determinado inversor, a un precio fijado previamente, bien de forma fija o en relación a un precio futuro.

#### B) Estipulaciones

- Número de acciones o participaciones a adquirir o suma desembolsable: determinación sobre el número de acciones o participaciones sobre las cuales recae la posibilidad de ejercer el derecho de compra, o, de forma alternativa, suma que se puede pagar al precio dado.
- Precio por acción o participación: determinación del precio correspondiente a la adquisición de las acciones o participaciones, pudiendo ser este fijo o relativo al precio fijado en rondas de financiación futuras, pudiendo en este último caso ser por el mismo precio que paga el nuevo inversor de forma íntegra o con un determinado porcentaje de descuento.
- Plazo: determinación del período de tiempo para ejercer este derecho, pudiendo determinarse un momento fijo en el tiempo desde el cual se puede comprar acciones, o una determinada condición, es decir, cuando acontezca un determinado evento como rondas futuras o hitos determinados.
- Causa o condición: hecho que determina la posibilidad de ejercer la opción de compra.
- Límite a la valoración: en caso de fijarse un precio relativo, es posible determinar un límite a esta valoración de la que depende, no pudiendo entonces ser el precio superior a este límite (pues no tendría sentido establecer un precio inferior, dado que en este caso no sería nunca ejercitado el derecho de ser el precio de compra menor).

#### C) Condiciones comunes

Este derecho de compra también se puede establecer a favor de los fundadores, dándoles derecho a recuperar parte de las acciones vendidas a inversores por la consecución de ciertos hitos. Es una forma de recompensar el crecimiento de la empresa, aumentando con

ello la valoración de la misma (la valoración de la compañía aumenta pues es como si se hubiese pagado la cantidad original de dinero, pero por un porcentaje menor).

#### 5.2.6 *Derecho de tanteo y retracto*

##### A) Definición

Derecho real de adquisición que establece el derecho a favor de una persona de adquirir las acciones o participaciones de la sociedad por el mismo precio que se iban a vender a otra persona ajena a la misma.<sup>51</sup>

##### B) Estipulaciones

- Titular del derecho: designación de la persona física o jurídica a favor de la cual se establece el derecho.
- Acciones afectadas por el derecho: debe determinarse si el derecho afecta a todas o a sólo parte de las acciones o participaciones de la sociedad.
- Deber de información: en pro de la efectividad real del derecho, es necesario establecer la obligación de los propietarios de las acciones afectadas de informar al titular del derecho en el caso de recibir una oferta de compra de acciones. En caso de incumplirse esta obligación, entraría en juego el derecho de retracto.
- Derecho de retracto: estipulación por la cual, en el caso de no ser notificado el titular del derecho de tanteo y producirse la venta de las acciones sobre las cuales está constituido este derecho, el titular del derecho se podrá subrogar en la posición del comprador.
- Derecho de cesión: estipulación por la cual el titular del derecho puede cederlo a otra persona para que se subrogue en su posición.

##### C) Estipulaciones especiales o adicionales

Esta cláusula se establece para evitar que cualquier persona entre a ser accionista de la sociedad, por ser un supuesto problemático el caso de que una transacción diera entrada a un competidor o inversor inadecuado con excesivo poder de voto.

---

<sup>51</sup> *Memento práctico Francis Lefebvre Sociedades Mercantiles*, cit.

En Derecho Español, sin embargo, esta cláusula solamente sería necesaria en el caso de una SA, pues en el caso de la SL es una característica de la misma la limitación de la transmisibilidad de sus participaciones. Por otro lado, es claro que esta cláusula dejará de tener efecto en caso de la salida a bolsa de la empresa en algún momento, pues sería incompatible con la misma. Asimismo, es común establecer supuestos en los que, dado un aumento de la liquidez de las acciones por una mayor facilidad de transmisión, la cláusula deje de tener efecto para facilitar que los inversores recuperen su inversión.

En todo caso, a pesar de que esta cláusula pueda incluirse en los contratos de financiación de *startups*, parece más conveniente que una estipulación como esta aparezca recogida en los estatutos de la sociedad, de forma que vincule a cualquier inversor o socio y no tan sólo a los vinculados por el contrato de financiación.

### **5.3 Sobre control**

#### *5.3.1 Cláusulas sobre asientos en el consejo de administración*

##### A) Definición

Pacto por el cual se determina un número de integrantes del Consejo de Administración cuyo nombramiento es votado de forma separada por la serie de acciones emitida para los inversores.

##### B) Estipulaciones

- Número de consejeros: determinación sobre el número de consejeros correspondiente a cada serie de acciones.
- Método de votación: proceso a seguir para el nombramiento de consejeros, debiendo determinarse si las varias series de acciones correspondientes a inversores deben votar de forma separada o si se agruparán.

#### *5.3.2 Cláusulas de protección*

##### A) Definición

Estas cláusulas establecen derechos de veto<sup>52</sup> sobre determinadas decisiones a favor de los inversores.

#### B) Estipulaciones

- Supuestos para ejercicio de veto: determinación de las decisiones societarias sobre las que recae la opción de veto a favor de los inversores parte en la cláusula.
- Procedimiento de votación: pacto sobre el proceso por el cual se forma la voluntad determinante del ejercicio del derecho de veto o no dada la circunstancia habilitante para su ejercicio. Puede establecerse que cada inversor pueda ejercer su derecho de veto de forma separada, o que para ello deba alcanzarse un consenso entre todos los inversores con derecho a veto en pro de la gobernabilidad de la sociedad.

#### C) Estipulaciones especiales o adicionales

Es conveniente aclarar es necesario negociar cláusulas de este tipo al margen de que se haya establecido a favor de los inversores el derecho a designar uno o varios miembros del Consejo de Administración, pues el deber legal de estos consejeros es velar por el interés de la sociedad, que puede ser contrario al interés de los inversores individualmente considerados. Por este motivo no se considera que con una sola de estas cláusulas esté cubierto el interés de los accionistas, sino que se establecen ambas por lo general.

Respecto a los supuestos que habilitan para el ejercicio del derecho de veto, de acuerdo con los autores Feld y Mendelson, se ha llegado a una relativa estandarización de este tipo de cláusulas, a pesar de que pueden ser uno de los principales puntos de conflicto en la negociación del contrato, por la especial cesión de poder que implican. En concreto, los autores indican que existe consenso en torno a los casos en que:

- Se vean afectados los derechos de las acciones o participaciones privilegiadas de los inversores.
- Se emitan o reabsorban acciones o participaciones comunes modificando la cantidad en circulación en el momento de celebración del contrato de financiación, es decir,

---

<sup>52</sup> Almonacid Lamelas, V. (2013). Sociedades mercantiles municipales: “regreso al derecho. Revista de Derecho Local El Derecho.

Serra I Turrás, G. (2004). Instrumentos de inversión en operaciones de capital riesgo. Togas.biz.

cuando se dé un evento que modifique la participación totalmente diluida del inversor.

- Se emitan acciones o participaciones con privilegios que puedan afectar a los de los inversores, como por ejemplo en el caso de que una ronda posterior establezca preferencias de liquidación apiladas por encima de la de los inversores de rondas anteriores (más adelante serán estudiadas las cláusulas que establecen preferencias de liquidación).
- Se modifiquen los Estatutos de la Sociedad, o se produzca una transformación societaria, como que por ejemplo la conversión de una SL en SA.
- Se modifique el número de miembros integrantes del Consejo de Administración.
- Se fijen los dividendos a pagar.
- Se emita deuda por encima de un determinado umbral, para evitar un endeudamiento excesivo de la sociedad.

Una forma alternativa de proteger a los inversores respecto a ciertas decisiones societarias pasa por establecer una serie de mayorías cualificadas en la votación de los asuntos de mayor importancia para la empresa, lo cual haría necesario el consentimiento de los inversores para la toma de determinadas decisiones, si bien los inversores incurrirían en el riesgo de perder esta protección en caso de verse diluida su participación.

### 5.3.3 *Cláusulas pagar para jugar o pay to play*

#### A) Definición

Cláusula que establece la obligación para un inversor de optar entre la compra de las acciones necesarias para mantener su participación porcentualmente o la conversión automática de sus acciones o participaciones privilegiadas en comunes.

#### B) Estipulaciones

- Causa o condición: determinación del hecho por el cual se hace efectiva la opción de compra de acciones o participaciones o la conversión automática en comunes.
- Opción de compra: tal como ha sido definida previamente, es el derecho de adquisición de un determinado número de acciones o participaciones en rondas de

financiación futuras a favor de un determinado inversor, a un precio fijado previamente, bien de forma fija o en relación a un precio futuro.

- Plazo: período de tiempo durante el cual el titular del derecho puede optar por ejercer su derecho.
- Conversión automática: una vez transcurrido el plazo para el ejercicio de la opción, se producirá la conversión automática de las acciones existentes en propiedad de los inversores parte de esta cláusula en acciones comunes.
- Posibilidad de cobertura parcial: se puede establecer a favor del titular de la opción de compra la capacidad de optar por ejercer su opción de compra tan sólo por una parte de lo que le corresponde, en cuyo caso sólo se convertirían en acciones o participaciones comunes el porcentaje sobre el cual el inversor no ejerció su opción de compra (esto es, si por ejemplo se ejerciese la opción de compra sobre el 80% de las acciones o participaciones correspondientes al inversor, el 20% de las acciones del inversor se convertirían en acciones o participaciones comunes).
- Posibilidad de cesión de la opción de compra a terceros

También se puede establecer este tipo de cláusulas pagar para jugar a favor de terceros vinculados al inversor, es decir, el inversor podría ceder su derecho a participar en la ronda en proporción a su participación a inversores y fondos afiliados.

#### C) Estipulaciones especiales o adicionales

Este tipo de cláusulas implican un mayor compromiso de los inversores con las *startups*, puesto que hace que los privilegios que pueden negociar en una ronda no sean *ad infinitum* e incondicionales, sino que obligan a los inversores a asumir la responsabilidad de seguir financiando a la empresa en caso de que se den futuras rondas de inversión, y en caso de no hacerlo, facilita la gestión de la sociedad por las personas que sí se comprometen con la misma.

## 5.4 Sobre salida

### 5.4.1 Preferencia en la liquidación

#### A) Definición

Pacto por el que se establece un orden de preferencia en el reparto de las cantidades monetarias entre los distintos tipos de acciones o participaciones en circulación resultante en caso de acaecer un evento de liquidez, debiendo ser determinado en el propio contrato o en los estatutos que es a los efectos de la cláusula un evento de liquidez, no haciendo este término referencia a la fase de liquidación del proceso concursal, sino por el contrario a una amplia tipología de eventos.

#### B) Estipulaciones

- Evento de liquidez: determinación de las situaciones que causan el reparto de la cantidad monetaria entre las acciones o participaciones de la forma establecida en la cláusula en cuestión.
- Múltiplo de salida: número por el cual ha de multiplicarse la cantidad inicial invertida para determinar la cantidad que corresponde a los inversores en concepto de preferencia de liquidación.
- Participatividad: determinación sobre la preferencia de liquidación es o no participativa, haciendo referencia el término participativa al pacto por el cual, una vez satisfecha la preferencia de liquidación previamente determinada, y habiendo una cantidad monetaria sobrante, sean incluidas en el reparto del excedente las acciones o participaciones que tenían constituido a su favor un derecho de participación preferente.
- Limitación de participatividad: en caso de establecerse que la preferencia de liquidación sea participativa, es posible determinar a su vez que esa participatividad esté limitada a una cierta cantidad, de forma que en ningún caso podría el titular del derecho de preferencia en la liquidación recibir una cantidad mayor que la preferencia en la liquidación y la cantidad máxima derivada de su participación en el excedente.
- Acumulación de preferencias de liquidación: en caso de existir unos derechos de preferencia de liquidación con origen en un contrato o cláusula estatutaria celebrado en un momento anterior en el tiempo, ha de determinarse la jerarquía entre distintas preferencias de liquidación, de cara a establecer el procedimiento de reparto de la cantidad líquida disponible en caso de que esta no sea suficiente para cubrir los derechos de preferencia de liquidación concurrentes por parte de distintos



inversores. Las dos principales alternativas pasan por establecer un sistema de preferencias apiladas (también conocido como *stacked preferences*) o un sistema de preferencias combinadas (también conocido como *blended preferences*). De establecerse el sistema de preferencias apiladas, los inversores recibirían la cantidad correspondiente a sus preferencias de liquidación en orden de cercanía temporal al evento de liquidez, esto es, recibiendo primero la cantidad correspondiente a las preferencias de liquidación derivadas del último contrato en el tiempo, siendo el último en recibir la parte correspondiente a sus preferencias de participación el firmante del primer contrato en que constase esta cláusula, y tan sólo en el caso de que existiese un excedente monetario respecto a las preferencias de liquidación del titular anterior en orden y por la cantidad que hubiese excedido. Por otro lado, el sistema de preferencias combinadas no establecería jerarquía alguna, lo cual supondría que en el caso de no haber una cantidad monetaria suficiente para satisfacer las preferencias de liquidación de todos los inversores se repartiese lo disponible a prorrata entre todos ellos.

#### C) Estipulaciones especiales o adicionales

Respecto a los supuestos que más comúnmente se ven definidos como eventos de liquidez son principalmente adquisiciones, fusiones, o cambios de control de la compañía.

Sobre cuál debe ser el estándar de un múltiplo de salida, se pueden ver discrepancias entre autores de libros de capital riesgo: Mahendra Ramsinghani establece de un múltiplo de 2x, mientras que Brad Feld y Jason Mendelson establece un múltiplo de 1x. Esto se puede explicar en función de la situación macroeconómica del momento a considerar, siendo lo más común que haya múltiplos mucho más altos en épocas de crisis, habiendo llegado a un pico de 10x un breve período de tiempo tras el estallido de la burbuja de las punto com del año 2000 a 2003, pero tendiendo hacia múltiplos de 1x en épocas de crecimiento económico.

Por último, la existencia de preferencias de liquidación implica que en caso de producirse, por ejemplo, una adquisición, los propietarios de acciones o participaciones comunes podrían percibir un rendimiento mucho menor que los titulares de derechos de liquidación preferente. Por este motivo, es común establecer que el acuerdo sobre aceptar o no una

oferta adquisición sea votado en relación con las acciones o participaciones ordinarias. En todo caso, esto no excluye a los propietarios de las acciones o participaciones privilegiadas, puesto que en caso de desearlo podrían convertir la totalidad o parte de sus acciones o participaciones privilegiadas en acciones o participaciones comunes, suponiendo esto un beneficio para los propietarios de las acciones comunes en tanto en cuanto se reducen las preferencias de liquidación existentes.

#### 5.4.2 *Dividendos*

##### A) Definición

Pacto por el cual se produce el devengo periódico y automático de un dividendo equivalente a un porcentaje del capital dispuesto por el inversor firmante del contrato de financiación a favor del mismo, no teniéndose en cuenta este dividendo automático para el cálculo del dividendo correspondiente a cada una de las acciones o participaciones en circulación.

##### B) Estipulaciones

- Dividendo: determinación de la cantidad devengada en concepto de dividendo.
- Periodicidad: determinación del período de tiempo cuyo transcurso produce el devengo del dividendo en cuestión.
- Momento de pago: determinación del momento en que serán pagados los dividendos devengados, pudiendo establecerse una fecha fija o una condición que deriva en la obligación del pago.
- Cumulatividad de los dividendos: en caso de establecerse que el momento de pago esté supeditado al acaecimiento de una determinada condición, debe determinarse si la cantidad devengada generará intereses de forma periódica o se mantendrá constante.

##### C) Estipulaciones especiales o adicionales

De acuerdo con Feld y Mendelson, lo más común es que el dividendo devengado corresponda a una cantidad de entre el 5% y 15% del capital desembolsado por el inversor, devengados de forma anual.

En todo caso, este tipo de cláusula no implica la renuncia al derecho sobre los dividendos que la compañía distribuya, sino que recibirán la parte que les corresponda de forma totalmente independiente de esta cláusula.

En caso de establecer que los dividendos se paguen año a año, el Consejo de Administración deberá decidir si estos dividendos se pagarán en efectivo o en acciones.

### 5.4.3 *Drag along* y *tag along*

#### A) Definición

Las cláusulas de *drag along* y *tag along* son definidas por Sáez y Bermejo como<sup>53</sup>:

- “*herramientas anti-oportunismo*”, puesto que responden a “*conflictos de interés ex post entre liquidez y estabilidad*” que pudieran surgir entre socios
- “*-ejecutables*”, dado que no requieren en principio de la intervención de un tercero para poder ser ejecutadas
- por último, las citadas autoras definen estas cláusulas como acuerdos parasociales, puesto que no regulan el funcionamiento de la sociedad en sí, sino más bien las relaciones entre socios

Por una parte, las cláusulas de *drag along*, también conocidas como cláusulas de arrastre en castellano, establecen a favor de un socio el derecho de obligar a otro a aceptar una oferta de compra de acciones o participaciones emitida por un tercero en las mismas condiciones que las aceptadas por el titular del derecho. Por otro lado, las cláusulas de *tag along*, también conocidas como pactos de acompañamiento en castellano, establecen el derecho a favor del socio que no ha recibido la oferta por su participación a adherirse a la oferta del socio que sí ha recibido una oferta por su participación, debiendo ofrecerse la adquisición en los mismos términos que el socio que ha recibido la oferta.

#### B) Estipulaciones

---

<sup>53</sup> Sáez Lacave, M. I., & Bermejo Gutiérrez, N. (2007). Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. *InDret*.

- Causa o condición: determinación de la situación que habilita para el ejercicio del derecho de compra o de venta asociado a la cláusula, siendo ésta situación la aceptación del contrato de compra de acciones o participaciones.
- Opciones de venta (*put*) o compra (*call*): Para asegurar el cumplimiento de estos pactos, se incluyen en su formulación derechos de compra, en el caso del *drag along*, o derechos de venta, en el caso de *tag along*, garantizando así la efectividad de la cláusula.
- Prima: determinación de una penalización monetaria a pagar por el infractor de la obligación establecida por la cláusula de *drag along* o *tag along* que ha derivado en la necesidad del ejercicio de la opción de venta o compra.
- Plazo: período de tiempo en que se puede ejercer el derecho de compra o venta desde el momento en que produce la causa, esto es, la oferta de compra.
- Derecho de información: en el caso de la cláusula *tag along*, es necesario establecer un derecho de información a favor del titular del derecho de *tag along*, de cara a poder hacer efectivo su derecho si así lo desea.

### C) Estipulaciones especiales o adicionales

Estas cláusulas, de acuerdo con Sáez y Bermejo, tienen su fundamento desde un punto de vista económico en

- la especificidad de la inversión: teniendo la inversión poco valor para alguien ajeno a la sociedad, cuestión especialmente significativa en *startups* por su alto riesgo y por la sofisticación de los inversores en este tipo de sociedades, que hace que deseen establecer unas condiciones contractuales adecuadas a su situación y estilo de inversión.
- la importancia del momento de salida: las autoras indican la importancia de estas cláusulas para alcanzar un mayor grado de control sobre el momento de venta de la participación adquirida, protegiéndose así contra el riesgo de una desinversión momento demasiado temprano o demasiado tardío causada por otro de los socios.
- el superior valor de ambas participaciones conjuntamente respecto a las mismas por separado: entendiéndose que tener el control de una sociedad implica un mayor valor en términos generales, Sáez y Bermejo hacen referencia al especial al riesgo de *hold*

*up* o extorsión, por el cual un socio podría llegar a negarse a vender su participación en el momento óptimo para la venta, llevando al socio que desea vender su participación a tener que negociar y ofrecer incentivos a otro socio reduciendo su propia rentabilidad, lo cual en palabras de las autoras sería “*un problema de eficiencia distributiva, esto es, de cumplimiento de la distribución pactada del excedente*”.

Por otro lado, ha de tenerse en cuenta un componente de gran importancia para la rentabilidad de la inversión es el equipo directivo de la sociedad, lo cual hace que en caso de que un socio venda su participación se aminore el interés de los restantes socios en mantener su inversión.

Es además remarcable que una venta de acciones podría dar lugar a un fraude de los derechos de liquidación preferente explicados anteriormente, pues de vender las acciones o participaciones comunes sin tener en cuenta las preferencias de liquidación podría dar lugar a un reparto de la liquidez distinto del que se haría en el caso de una adquisición de la empresa en su conjunto. Ofreciendo la oportunidad de que un socio pueda obligar a que una oferta de adquisición deba extenderse a la totalidad de las acciones o participaciones de la sociedad, se puede paliar esta situación.

#### 5.4.4 *Derechos de recompra*

##### A) Definición

Pacto por el cual se establece un derecho a favor de los inversores de exigir la recompra de sus acciones o participaciones a un precio fijado a partir de un momento determinado.

##### B) Estipulaciones

- Opción de venta: opción constituida a favor de los titulares de las acciones o participaciones a las que se asocia el derecho de recompra, como forma de garantizar su efectividad.
- Plazo: momento a partir del cual se puede ejercer la opción de venta de las acciones o participaciones a favor de las cuales se constituye el derecho de recompra.

- Precio: cantidad monetaria a pagar por cada una de las acciones o participaciones que han de ser recompradas, pudiendo ser este fijado previamente o relativo a algún otro indicador.
- Posibilidad de venta parcial: ha de determinarse si se establece a favor del inversor la posibilidad de decidir ejercer este derecho sobre parte de su participación, o si debe ejercitarse sobre la totalidad de la participación.
- Procedimiento para ejercicio del derecho: se ha de establecer si este derecho de recompra puede ser ejercido por cada uno de los inversores individualmente, o si se ha de ejercer de forma conjunta por todos los propietarios de un tipo de acciones.

### C) Estipulaciones especiales o adicionales

Respecto al plazo de tiempo en que se podrá ejercer este derecho de recompra, por lo general se establece un plazo de 5 o más años acorde a las características de la inversión, pues la inversión en startups es en principio una inversión a largo plazo.

La justificación de este tipo de cláusula es la posibilidad de que llegue un punto muerto en que la *startup* haya crecido todo lo que podía y no sea posible que llegue a cotizar en bolsa, lo cual implicaría que la inversión fuera ilíquida *ad infinitum*. Por ello, esta cláusula garantiza que el inversor obtenga una rentabilidad, lo cual es especialmente necesario para los fondos de capital riesgo, puesto que éstos por lo general suelen tener una duración determinada de entre 10 y 20 años.

## 5.5 Conversión de acciones privilegiadas en comunes

Generalmente en los contratos de financiación de startups se establece mediante una cláusula la opción para los propietarios de acciones o participaciones privilegiadas para convertir sus acciones en acciones comunes, estableciendo una ratio de conversión. No es común a la inversa establecer una cláusula que permita revertir esta conversión.

Se pueden establecer además supuestos en los que las acciones o participaciones privilegiadas de una serie se conviertan automáticamente en acciones comunes. Por ejemplo, se podría establecer que en caso de aceptarse una oferta en que se establece una valoración del doble o más de la que se ha dado en la ronda de financiación correspondiente

a la serie pasen todas las acciones a ser comunes, en caso de recibir en algún momento una oferta de adquisición de más del doble se eliminarían todos los privilegios de las acciones, desapareciendo así las preferencias de liquidación y haciendo que el dinero se repartiera por igual entre los inversores de dicha ronda y los propietarios de acciones comunes.

## **5.6 Negociación y formalización del contrato**

Durante la primera fase de negociación del contrato, los socios directivos de la sociedad y los inversores de capital riesgo llegarán a acuerdos sobre las cláusulas a incluir en el contrato de financiación, llegando a un documento que refleje un compromiso no vinculante.

Es común que como disposiciones finales de este documento se establezcan unas condiciones previas a la ronda de financiación, es decir, unas condiciones que se han de cumplir por parte de la sociedad y sus socios directivos para que el compromiso no vinculante alcanzado se convierta en un contrato formal y efectivo. Estas cláusulas, en definitiva, permiten terminar con el compromiso dado por el inversor antes de llegar a tener una vinculación legal efectiva en caso de que se incumplan unos requisitos. Ejemplo de las condiciones que se podrían incluir como condiciones previas sería la entrega de una cierta documentación de cara a verificar la información aportada por la sociedad durante la negociación, o el compromiso de los socios directivos de no desarrollar una actividad profesional distinta de la dirección de la empresa salvo aprobación expresa de los inversores.

Si el proceso avanza, pasarán a determinarse los detalles del contrato y formular de una forma jurídicamente correcta por parte de los profesionales jurídicos de ambas partes en función de los acuerdos alcanzados, resultando en un documento definitivo y vinculante que será el que efectivamente rijan la relación legal a largo plazo entre la sociedad y los inversores. En caso de empezar con esta fase del proceso, es común establecer un compromiso de exclusividad, esto es, el compromiso por parte de la sociedad de no buscar otro inversor para cerrar la ronda de financiación, siendo común que se establezca un plazo temporal para este compromiso (de forma que también suponga una obligación para el

inversor de hacer las diligencias debidas en un tiempo prudencial) y con ciertas excepciones, como por ejemplo en caso de recibir una oferta de adquisición por la empresa.



## 6 ESTUDIO ESPECIAL DE LA CLÁUSULA DE MEJOR FORTUNA

### 6.1 Contexto

Como se indicaba en la introducción, uno de los factores determinantes de la rentabilidad de la inversión en el sector del capital riesgo es la salida. El momento en que se hace y sus condiciones son fundamentales, pues en pocos casos se puede esperar a la salida a bolsa de la *startup* en cuestión, y dada la iliquidez de la inversión puede ser complicado vender su participación para obtener una determinada rentabilidad.

Otra importante cuestión a tener en cuenta es la que ya se indicaba en la definición de *startup*: la incertidumbre. Debido a esta incertidumbre, una salida tardía puede suponer la pérdida del capital invertido, mientras que una salida temprana puede resultar en la pérdida de una oportunidad de rentabilidad.

Por este motivo, como hemos visto en el capítulo anterior, se establecen en los contratos de financiación de *startups* cláusulas que tratan de facilitar la salida en determinadas circunstancias o garantizar unos mínimos rendimientos de la inversión.

Existe sin embargo un problema concreto que no se ve tratado por ninguna de las cláusulas explicadas en el capítulo anterior: cuando existe asimetría de información entre los socios. Un buen ejemplo de esta situación es la de un socio directivo de la *startup*, puede tener información sobre la empresa que los inversores, en especial los minoritarios. En este caso, el socio que tiene información directa de una posible transacción en la cual las participaciones de la *startup* aumenten significativamente de valor, o de datos que hagan probable que esto suceda, se ve en un conflicto de interés, pudiendo obtener un beneficio significativo tan sólo con comprar su participación a otros socios no informados.

Es dudoso que esto se pudiera calificar de uso de información privilegiada, pues esta parece estar circunscrita al ámbito de los mercados de valores, y su definición es estricta respecto a que la información debe ser, de acuerdo con el artículo 226.1 de la Ley del Mercado de Valores<sup>54</sup>:

---

<sup>54</sup> Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE 13 de noviembre de 2015).

1. “de carácter concreto”
2. “que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta ley”

Dada la incertidumbre que rodea a las *startups*, podría ser complicado encontrar una información concreta que se considere susceptible de alterar el valor de la *startup*. Pero, además, el concepto parece circunscribirse únicamente a compañías cotizadas, lo cual no es el caso de las *startups* que tratamos, sino que hablamos de las relaciones jurídicas anteriores a una posible salida a bolsa de la sociedad.

También es dudoso que se pudiera ejercer alguna acción en base a la condición de administrador en el caso de que el comprador lo sea y sea por causa de este cargo que conoce hechos de relevancia para la valoración de la sociedad no conocidos públicamente. Se podría entender que haciendo esto se incumplen las obligaciones del deber de lealtad, anteponiendo sus intereses como agente a los del principal, en concreto el artículo 229.1.c) y d) LSC de no “hacer uso de los activos sociales, incluida la información confidencial de la compañía, con fines privados” y “aprovecharse de las oportunidades de negocio de la sociedad en beneficio propio”. Sin embargo, el principal en la relación protegido por la acción social o la acción individual contra los administradores es la propia sociedad, no los socios individualmente, pues la base para la estimación de estas acciones es específicamente el “interés social”<sup>55</sup>.

Por ello la única acción que podría llegar a plantearse es solicitar la nulidad del contrato alegando dolo por parte del comprador, de acuerdo con lo indicado en la STS 984/2010, remitiéndose a “las sentencias de 11 de mayo de 1993, 29 de marzo de 1994 y 29 de diciembre de 1999” que establece respecto al dolo como causa de nulidad de un contrato de compraventa:

“no sólo manifiestan el dolo la insidia directa o inductora de la conducta errónea de otro contratante, sino también la reticencia dolosa del que calla o no advierte a la otra parte en

---

<sup>55</sup> Uría Menéndez. (22 de Abril de 2015). *Guía Práctica sobre deberes y régimen de responsabilidad de los administradores en el ámbito mercantil*. Obtenido de Uria: [http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4558/documento/guia\\_UM.pdf?id=5679](http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4558/documento/guia_UM.pdf?id=5679)

contra del deber de informar que exige la buena fe, pues resulta incuestionable que la buena fe, lealtad contractual y los usos del tráfico exigen el deber de informar”

Además, lo reitera la Sentencia de 27 de noviembre de 1998 y añade la de 11 de diciembre de 2006 que también constituye dolo “la reticencia consistente en la omisión de hechos o circunstancias influyentes y determinantes para la conclusión del contrato y respecto de los que existe el deber de informar según la buena fe o los usos del tráfico”

En el caso del que compra las acciones o participaciones a otro con una información que hará variar su valor significativamente en un plazo corto de tiempo es indudable que el comprador no actúa de buena fe, pues eso lleva al vendedor a estimar un precio incorrecto por carecer de información completa, y siendo un uso del tráfico no adquirir acciones o participaciones de las que se tiene una información de la que otros inversores carecen.

Por último, cabría la posibilidad de ejercer la acción de enriquecimiento injusto, debiendo demostrar que se dan las condiciones<sup>56</sup> de:

- enriquecimiento del demandado.
- empobrecimiento del actor.
- relación causal clara.
- falta de justa causa.

El probar estos hechos puede ser en mayor o menor medida complejo en función de la situación concreta, pudiendo no prosperar la acción.

Sin embargo, incluso siendo posible basarse en el dolo por parte del comprador que llevó a un vicio del consentimiento del vendedor, o probar que se ha producido un enriquecimiento injusto para solicitar la declaración de nulidad del contrato, esto implica unos costes en tiempo y dinero, a la par que incertidumbre sobre el éxito de las acciones legales necesarias.

---

<sup>56</sup> Alfaro Águila-Real, J. (27 de Enero de 2016). Lecciones: Enriquecimiento injusto. Obtenido de Almacén de Derecho: <http://almacenederecho.org/lecciones-enriquecimiento-injusto/>  
Castillo, I. (2 de Junio de 2015). *Acción de enriquecimiento sin causa o injusto*. Obtenido de Mundo Jurídico: <http://www.mundojuridico.info/accion-de-enriquecimiento-sin-causa-o-injusto/>  
Melón Muñoz, A. (2016). Memento práctico Francis Lefebvre. Madrid: Francis Lefebvre.  
Wolters Kluwer. (s.f.). *Enriquecimiento injusto*. Obtenido de Guías jurídicas Wolters Kluwer.

En todo caso, si bien este tipo de situación es especialmente compleja y problemática para el antiguo propietario de las acciones o participaciones, también lo es para el para el posterior vendedor, pues corre el riesgo de que en caso de que las acciones legales prosperen se vea privado total o parcialmente del beneficio derivado de la venta, e incluso pudiendo verse gravado por algún tipo de sanción.

Es por este motivo que se crea la cláusula de derecho a mejor fortuna, estableciendo un pacto que aporta seguridad jurídica para ambas partes del contrato.

## 6.2 Definición

Pacto que regula que, en caso de producirse una compraventa de acciones o participaciones, la enajenación o los actos encaminados a ella de estas acciones o participaciones por un precio superior al determinado en la cláusula<sup>57</sup> y durante un determinado plazo de tiempo posterior determinará que una cierta proporción de la plusvalía generada sea propiedad del anterior propietario de las acciones o participaciones<sup>58</sup>.

De esta forma, se garantiza que, en el caso de que un socio venda su participación y se dé una gran fluctuación en el valor de ésta en un período corto de tiempo, tenga derecho contractualmente a recibir una parte de esta plusvalía, eliminando así en la medida de lo posible la incertidumbre antes referida sobre una posible asimetría de la información.

Esto no sólo cubre al inversor en el caso de mala fe por parte del comprador de las acciones, sino que permite reducir el coste de oportunidad que para él tiene vender su participación en la empresa, pues en caso de una subida inesperada también podría obtener una rentabilidad derivada de este acontecimiento.

No obstante, es conveniente aclarar que este tipo de cláusula no es característica solamente de contratos de compraventa de acciones o participaciones, sino que podemos verla aplicada a la compraventa de bienes, por ejemplo, en el artículo 4 Convenio Transaccional

---

<sup>57</sup> Indicador. (24 de Mayo de 2016). *Una cláusula de mejor fortuna*. Obtenido de Base de Datos Indicador.

<sup>58</sup> Plana Paluzie, À. (Abril de 2016). Cláusula de rescate o enriquecimiento injusto o de mejor fortuna en pactos de socios. Obtenido de Entre leyes y jurisprudencia.

Guerrero, C. (7 de Abril de 2014). Derecho a mejor fortuna en un pacto de socios. Obtenido de Guerrero CG.

Guerrero, C. (24 de Junio de 2013). Los 5 secretos de un inversor de startups en un pacto de socios (III) Derecho de rescate. Obtenido de Guerrero CG.

entre el Reino de España y el Principado de Andorra para la cesión de bienes de Radio Andorra<sup>59</sup>.

### **6.3 Estructura y forma**

#### *6.3.1 Acciones o participaciones afectas al derecho de mejor fortuna*

Podría pactarse que las acciones o participaciones que tengan asociado este derecho de mejor fortuna sean la totalidad de las enajenadas o tan sólo una parte de éstas.

#### *6.3.2 Causa o condición*

En este tipo de cláusula existen dos condiciones sucesivas que se han de dar para que la cláusula opere:

1. Acto jurídico: ha de determinarse que actos jurídicos son susceptibles de hacer que la cláusula produzca efectos. Generalmente se establecerá la perfección del contrato de compraventa, pero también se podría establecer el momento de entrega, o incluso que sea suficiente con una oferta de compraventa que genera una plusvalía, de modo que el vendedor de acciones o participaciones mantenga un cierto poder de disposición sobre las acciones o participaciones que enajenó.
2. Precio: ha de establecerse un precio a partir del cual se entiende que se produce un excedente de liquidez, pudiendo ser este: igual al precio de la compraventa que se produzca; superior, en caso de tener una previsión favorable sobre el precio futuro de las acciones o participaciones; o inferior, en caso de tener una previsión pesimista sobre el precio futuro de las acciones o participaciones.

Han de darse ambas condiciones simultáneamente, no siendo suficiente con que se dé una sola de ellas.

---

<sup>59</sup> Aplicación provisional del Convenio Transaccional entre el Reino de España y el Principado de Andorra para la cesión del edificio y otros bienes de "Radio Andorra", hecho en Madrid el 5 de febrero de 2009 (BOE 7 de abril de 2009).

### 6.3.3 *Plazo*

Ha de constar en este pacto un plazo en el que se pueda ejercer el derecho, esto es, un período de tiempo en el cual una determinada parte de la plusvalía pertenece al antiguo propietario de las acciones o participaciones.

Generalmente, la duración pactada es inferior a 12 meses, debido al modelo de crecimiento acelerado de las *startups*, que hace que sea natural que en un período superior la empresa haya crecido significativamente y que esto sea debido al trabajo de los socios.

Las partes libremente podrían determinar que este pacto fuera indefinido, si bien esto haría que en lugar de cubrir el posible riesgo de conflicto de interés o de un cambio de valor a corto plazo, la finalidad del pacto pasaría a ser producir un desplazamiento del riesgo del vendedor al comprador, probablemente a cambio de un precio menor por las acciones.

Asimismo, es importante determinar las situaciones que pueden dar lugar a una interrupción en el transcurso del plazo, como por ejemplo la negociación activa de una oferta de compraventa, pues de no hacerse esto el transcurso del tiempo desde el inicio de las negociaciones supondría un menor porcentaje de participación en la plusvalía por parte del anterior vendedor, incentivando la pasividad del obligado por la cláusula de mejor fortuna. Por otro lado, dado que el sentido de este tipo de estipulación es evitar que por una excesiva dilación en el proceso de negociación se dé un perjuicio para el titular del derecho, pero no que se expanda indefinidamente el derecho para la concurrencia de varias negociaciones consecutivas, de fracasar las negociaciones se entendería corrido el plazo.

### 6.3.4 *Porcentaje de participación en la plusvalía*

Porcentaje de la plusvalía generada cuya propiedad se atribuye al antiguo propietario de las acciones o participaciones durante el período en que se encuentra vigente la cláusula cuya propiedad.

Se establece por lo general una relación entre el tiempo transcurrido desde la transacción y el porcentaje de la plusvalía correspondiente al antiguo propietario de las acciones o participaciones. Para ello, se determinarán unos tramos temporales asociados a unos distintos porcentajes de participación en la plusvalía, reduciéndose el porcentaje que

corresponde al antiguo propietario de las acciones o participaciones a medida que pasa el tiempo desde la venta.

Por ejemplo, podría establecerse que durante el primer mes correspondiese al socio vendedor el 80% de la diferencia entre el precio de la venta actual y el precio de venta en los meses futuros, reduciéndose cada mes un 10% de la participación en la plusvalía, de forma que al noveno mes dejase de tener eficacia el derecho de mejor fortuna por no participar en la plusvalía.

#### *6.3.5 Deber de información*

Pacto por el cual el nuevo propietario de las acciones o participaciones se obliga a informar al anterior propietario del acaecimiento de la situación que hace efectiva la cláusula, o de un hecho susceptible de hacer que el plazo se interrumpa, si esto fue estipulado previamente.

Esta estipulación es necesaria de cara a garantizar que el anterior propietario de las acciones pueda ejercer efectivamente el derecho de mejor fortuna constituido a su favor.

#### *6.3.6 Penalizaciones*

Determinación de consecuencias onerosas para el propietario de las acciones de incumplir su deber de notificación, notificar o simular un precio de venta menor del efectivamente pactado, o no hacer entrega de la cantidad debida al anterior propietario.

Se ha de tener en cuenta que, en el último de los supuestos arriba referidos, esto es, de no hacer entrega de la cantidad debida al anterior propietario, esta penalización no debe confundirse con la mora, puesto que esta ya se iniciaría de forma automática de acuerdo con el artículo 341 del Código de Comercio<sup>60</sup>, a la vista de que estamos ante un pacto mercantil.

---

<sup>60</sup> Real Decreto de 22 de agosto de 1885, por el que se publica el Código de Comercio (GACETA 16 de octubre de 1885).

### 6.3.7 *Excepciones*

Pueden establecerse supuestos en que, a pesar de darse una plusvalía derivada de la transmisión de las acciones en el período de tiempo determinado por la cláusula, no se genere derecho sobre la misma a favor del vendedor por alguna circunstancia previamente determinada.

Ejemplo de esto sería establecer como excepción el caso de que la posterior venta de acciones o participaciones se da entre socios (pues podría no reflejar una mayor valoración de la compañía sino el deseo de un socio de aumentar su control sobre la misma), o la venta de las mismas se da como consecuencia del ejercicio de otro socio de una cláusula de *drag along* (pues esto no sería determinado por la voluntad del socio adquirente de las acciones sino del ejercitante del derecho de *drag along*).

## 6.4 **Formalización**

Esta cláusula puede ser formalizada en el contrato de compraventa de las acciones o participaciones, de forma que sería un pacto particular el cual cada uno de los socios que se vean en la situación de vender deberán acordar si desean verse protegidos por esta cláusula.

Por otro lado, dado que es un interés común a un determinado tipo de acciones o participaciones, o incluso a la generalidad de los socios, se podría incluir en los Estatutos de la Sociedad como derecho asociado a las acciones o participaciones, a la par que una obligación condicional de los socios propietarios de las acciones o participaciones adquiridas.

## 6.5 **Elementos constitutivos**

### 6.5.1 *Elementos personales*

- Antiguo propietario: anterior propietario de las acciones o participaciones, protegido por el derecho de mejor fortuna.
- Vendedor: actual propietario de las acciones o participaciones interesado en transmitir las mediante contrato de compraventa, obligado por el derecho de mejor fortuna.



### 6.5.2 *Elementos reales*

- Cosa: acciones o participaciones
- Precio: entendido como la cantidad a entregar, plusvalía de detracer del precio efectivo obtenido por la enajenación de las acciones o participaciones el precio fijado en el contrato como umbral de rentabilidad.
- Forma: existe libertad formal, siendo recomendable sin embargo incluir esta cláusula en el contrato de compraventa del que trae causa, así como en los estatutos de la sociedad en el caso de que se desee proteger todas las acciones o participaciones de una o varias clases con este derecho.

### 6.5.3 *Obligaciones y derechos de los contratantes*

- Antiguo propietario
  - Derecho a ser informado de un evento susceptible de hacer efectivo el pacto.
  - Derecho a recibir la cantidad de la plusvalía que le corresponda contractualmente.
- Vendedor
  - Deber de informar al anterior propietario en caso de producirse la condición que hace efectivo el pacto.
  - Deber de entregar la cantidad de la plusvalía que le corresponda contractualmente al anterior propietario de las acciones o participaciones.

## 6.6 **Naturaleza**

Este es un pacto atípico o innominado, esto es, no existe una regulación sustancial del mismo en las leyes de nuestro ordenamiento<sup>61</sup>.

Se trata de un pacto unilateral, es decir, sólo genera obligaciones, para el vendedor de acciones o participaciones protegidas por el derecho a mejor fortuna<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> Bercovitz Rodríguez-Cano, R. (2009). *Tratado de Contratos*. Valencia: Tirant Lo Blanch, pp. 108-114.

<sup>62</sup> *Tratado de Contratos*, cit., pp. 120-121.

Es un pacto remuneratorio, pues como define el artículo 619 del Código Civil, el vendedor que se compromete a dar parte del beneficio por la compraventa posterior lo hace en base a que las acciones o participaciones transmitidas son de su propiedad por la anterior transacción, recompensando así al antiguo propietario, aunque no esté jurídicamente obligado a ello<sup>63</sup>.

En un pacto accesorio, esto es, viene asociado al contrato de compraventa para poder ser efectivo. Además, es un pacto condicional, esto es, la eficacia de la cláusula está subordinada a que acontezca un hecho determinado, en este caso, la compraventa u otro hecho relacionado con esta determinado en el contrato.

Por analogía al contrato de compraventa, al cual hemos dicho que es accesorio, podemos determinar que es un pacto consensual<sup>64</sup> para el caso de las acciones y participaciones, tal como lo es la compraventa de bienes muebles, habiendo por ello libertad formal en cuanto a su formalización. No obstante, dado lo extenso de la situación a regular, es conveniente que sea reflejado por escrito de forma que en caso de darse las condiciones para que sea efectiva, la interpretación sea lo más precisa y clara posible.

## **6.7 Problemas que plantea**

Si entendemos que el fin de este tipo de cláusula es protegerse contra una situación de falta de información por parte del antiguo propietario de las acciones, podemos ver que este tipo de cláusula se extralimita, puesto que también es susceptible de gravar el crecimiento natural de la empresa.

Por otro lado, el hecho de que la efectividad de la cláusula sea de carácter temporal supone una disuasión a corto plazo para conductas desleales. Sin embargo, con tan sólo esperar unos meses a que pase el plazo determinado se podría evitar la efectividad de la cláusula.

En relación a este problema, se ve en cierta medida paliado por las características de las startups, que hacen que un período de, por ejemplo, 6 meses pueda suponer un gran riesgo de devaluación de la *startup* (e.g. la empresa podría ver significativamente limitadas sus

---

<sup>63</sup> *Tratado de Contratos*, cit., pp. 114-115.

<sup>64</sup> *Tratado de Contratos*, cit., pp. 116-120.

expectativas futuras por el crecimiento de un competidor), lo cual desincentiva una actitud pasiva por parte de un inversor.

## **6.8 Eficiencia de la cláusula**

Una de las primeras cuestiones a las que hacíamos referencia era la de una posible asimetría de información en las relaciones entre socios, siendo esto especialmente probable en el caso de un socio que ejerza labores directivas frente a uno que no, o en caso de haber recibido uno de los socios una oferta de adquisición por un precio elevado sin haberlo transmitido al resto de partícipes en la sociedad. A este respecto, si bien la asimetría de información no se reduce con esta cláusula, sí se cumple con una labor de protección frente a esta, reduciendo los posibles problemas por haber establecido unos criterios claros en torno al reparto de una potencial ganancia independientemente del conocimiento de los socios.

Sí que actúa, por otro lado, de forma directa sobre la incertidumbre respecto al éxito de unas posibles acciones legales, puesto que en lugar de tener que probar una responsabilidad subjetiva (dolo o culpa), o una relación causal (en el caso del enriquecimiento injusto<sup>65</sup>), la responsabilidad sea objetiva, esto es, que se hayan fijado unos hechos objetivos desvinculados de la voluntad de las partes o de cualquier otra consideración, simplificando así la posible acción (en este caso no procede la acción resolutoria, por ser unilateral el pacto, sino que se ha de ejercer acción de reclamación de cantidad<sup>66</sup> así como solicitar indemnización por daños y perjuicios<sup>67</sup>) a ejercer y las pruebas necesarias, pues sólo sería necesario probar que la cláusula existía, que se realizó una compraventa (o el acto que se estableció como determinante de la efectividad de la cláusula), que esta estuvo en plazo, y que aún no se ha hecho entrega de la cantidad correspondiente.

De esta forma, es razonable suponer que los costes legales se vean reducidos, pues la mayor simplicidad a efectos probatorios debiera permitir una conclusión más rápida de los procedimientos legales pertinentes, pero además se produce una significativa reducción de riesgo.

---

<sup>65</sup> Alfaro Águila-Real, J. (27 de Enero de 2016). Lecciones: Enriquecimiento injusto. Obtenido de Almacén de Derecho.

<sup>66</sup> Wolters Kluwer. (s.f.). *Acción de reclamación de cantidad*. Obtenido de Guías jurídicas Wolters Kluwer.

<sup>67</sup> Gómez Pomar, F. (2007). *El incumplimiento contractual en Derecho Español*. Barcelona: InDret.



## 7 CONCLUSIONES

Las startups son empresas con unas características distintivas que implican unas especiales necesidades de financiación para las mismas, y unas condiciones complejas para los inversores, por lo que se produce una especialización de estos actores que han de regular por sí mismos sus relaciones jurídicas en el marco de su autonomía de la voluntad. Como podemos ver en el caso de la cláusula de mejor fortuna, los pactos incluidos en este tipo de contratos de inversión también son utilizados en otros contextos además del de las *startups*, si bien en relación con este tipo de empresas adquieren una importancia mayor al no existir en la mayoría de los casos una regulación protectora del inversor como si existe en los mercados bursátiles. Podemos ver que algunas de éstas cláusulas actúan en cierta medida como sustitutivos de las regulaciones del mercado bursátil; por ejemplo, podemos ver que los pactos de *drag along* y *tag along* cumplirían una función similar a la de la Oferta Pública de Adquisición permitiendo adquirir un control significativo de la sociedad y amparar los intereses de los minoritarios a través de una combinación de estos pactos.

En todo caso, ha de tenerse presente en todo momento que tanto socios e inversores deben llegar a acuerdos y alinear sus intereses en la medida de lo posible, pues el objetivo de la negociación de las cláusulas no debe ser determinar el control de la sociedad por parte de unos en detrimento de otros, o blindar a una parte contra cualquier tipo de riesgo si ello conlleva eliminar los incentivos del resto de socios para trabajar en el progreso económico de la sociedad. De hecho, este tipo de medidas aumenta la probabilidad de que la *startup* acabe viéndose en una situación de inviabilidad para continuar sus operaciones.

Por el contrario, este tipo de pactos deben buscar un equilibrio en los intereses de los implicados al tiempo que se elimina en la medida de lo posible la incertidumbre sobre cuestiones de funcionamiento de la sociedad y aquellas otras que cada parte considere de mayor importancia, todo buscando que todos los implicados cooperen en pro del crecimiento económico de la sociedad.

A este respecto, se abren nuevas posibles líneas de investigación entre las cuales serían especialmente interesantes las siguientes:

- Análisis económico del Derecho aplicado a cláusulas de contratos de financiación de *startups*.
- Propuesta de regulación subsidiaria para contratos de financiación de *startups*.
- Estudio comparativo de condiciones de financiación de *startups* por determinados inversores.

## 8 BIBLIOGRAFÍA

- A. K., & M. P. (2007). *Business Employment Dynamics Data: Survival and Longevity*. Bureau of Labor Statistics. Washington DC: Monthly Labor Review.
- Alfaro Águila-Real, J. (30 de Mayo de 2013). *Más bazofia al BOE: la ley de emprendedores (I)*. Obtenido de Almacén de Derecho.
- Alfaro Águila-Real, J. (11 de Enero de 2014). *Almacén de Derecho*. Obtenido de ¿En qué se diferencia un emprendedor de un empresario?
- Alfaro Águila-Real, J. (27 de Enero de 2016). *Lecciones: Enriquecimiento injusto*. Obtenido de Almacén de Derecho.
- Almonacid Lamelas, V. (2013). Sociedades mercantiles municipales: “regreso al derecho”. *Revista de Derecho Local El Derecho*.
- Alonso Espinosa, F. J. (1990). *Acciones sin voto y obligaciones convertibles en acciones en la financiación de la Sociedad Anónima (primeras anotaciones a los arts. 90-92 y 292-294 de la Ley de Sociedades Anónimas según R.D. Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre)*. Murcia: Universidad de Murcia.
- B. F., & J. M. (2011). *Venture Deals*. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Bercovitz Rodríguez-Cano, R. (2009). *Tratado de contratos*. Valencia: Tirant Lo Blanch.
- Blank, S., & Dorf, B. (2012). *The Startup Owner's Manual*. Pescadero: K&S Ranch Press.
- Braun, W. (14 de Septiembre de 2016). *Startup Founders, Keep On Burning Cash, Growing Fast & Thinking Big*. Obtenido de Medium.
- Castillo, I. (2 de Junio de 2015). *Acción de enriquecimiento sin causa o injusto*. Obtenido de Mundo Jurídico.

- Colomer i Espinet, A., & y otros. (2009). *Los Business Angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas*. Madrid: Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (1 de Marzo de 2009). *Participaciones preferentes (PPR) - CNMV*. Obtenido de CNMV: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Fichas\\_Preferentes.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Fichas_Preferentes.pdf)
- De Carlos Bertrán, L., & Tortuero Ortiz, J. (2015). Las sociedades capitalistas. En J. Ibáñez Jiménez, & y otros, *Fundamentos de Derecho Empresarial. II* (págs. 65-88). Cizur Menor: Editorial Aranzadi S.A.
- de Miguel Bilbao, M. C. (2015). Obligaciones convertibles como instrumento financiero compuesto. *Revista Quincena Fiscal*.
- EduBourse. (17 de Febrero de 2011). *Cash Burning*. Obtenido de EduBourse.
- El Derecho. (2010). *Guía Práctica de Sociedades Anónimas*. Madrid: El Derecho Editores S.A.
- Ernst and Young. (2015). *Back to reality. EY global venture capital trends 2015*. Ernst and Young.
- García de Enterría Lorenzo-Velázquez, J. (1987). Las obligaciones convertibles en acciones ante la reforma del Derecho de Sociedades. *Revista de Derecho Mercantil*.
- Gómez Pomar, F. (2007). *El incumplimiento contractual en Derecho Español*. Barcelona: InDret.
- González Asturiano, A. (10 de Noviembre de 2013). *Confusiones sobre préstamos participativos y cuentas en participación*. Obtenido de Estudio Jurídico.
- Guerrero, C. (24 de Junio de 2013). *Los 5 secretos de un inversor de startups en un pacto de socios (III) Derecho de rescate*. Obtenido de Guerrero CG.
- Guerrero, C. (7 de Abril de 2014). *Derecho a mejor fortuna en un pacto de socios*. Obtenido de Guerrero CG.



- Ibáñez Jiménez, J. (2015). Sociedades personalistas. En J. Ibáñez Jiménez, & y. otros, *Fundamentos de Derecho Empresarial. II* (págs. 50-61). Cizur Menor: Editorial Aranzadi S.A.
- Indicator. (24 de Mayo de 2016). *Una cláusula de mejor fortuna*. Obtenido de Base de Datos Indicator.
- Investopedia. (10 de Junio de 2015). *Fully Diluted Shares*. Obtenido de Investopedia.
- Investopedia. (17 de Junio de 2015). *What's the difference between basic shares and fully diluted shares?* Obtenido de Investopedia.
- Knaup, A. E. (2005). *Survival and Longevity in the Business Employment Dynamics Data*. Bureau of Labor Statistics. Washington DC: Monthly Labor Review.
- Lopez Blanco, E. (2008). *Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones*. Madrid: CNMV.
- Menéndez Menéndez, A. (1984). Escisión de sociedad anónima y obligaciones convertibles. *Revista de Derecho Mercantil*.
- Merino Madrid, E. (2008). *Stock Options: una visión jurídica, económica, financiera y contable*. Madrid: ICAC.
- Morrill, D. (2014 de Septiembre de 2014). *Is my startup burn rate normal?* Obtenido de Medium.
- Paluzie, A. P. (4 de Abril de 2016). *Cláusula de rescate o enriquecimiento injusto o de mejor fortuna en pactos de socios*. Obtenido de Entre leyes y jurisprudencia.
- Plana Paluzie, À. (Abril de 2016). *Cláusula de rescate o enriquecimiento injusto o de mejor fortuna en pactos de socios*. Obtenido de Entre leyes y jurisprudencia.
- Ramsinghani, M. (2014). *The Business of Venture Capital*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Ries, E. (2015). *El método Lean Startup* (Novena ed.). (J. San Julián, Trad.) Barcelona, Barcelona, España: Deusto.

- Ruiz de Velasco y del Valle, A. (2007). *Manual de Derecho Mercantil*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas.
- Sáez Lacave, M. I., & Bermejo Gutiérrez, N. (2007). Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. *InDret*.
- Sánchez Calero, F., & Sánchez-Calero Guilarte, J. (2011). *Instituciones de Derecho Mercantil* (34ª ed.). Cizur Menor: Aranzadi.
- Sánchez-Calero Guilarte, J. (2010). La igualdad de trato de los accionistas ¿un principio general? *Revista de Derecho de Sociedades num. 35/2010*.
- Sánchez-Calero Guilarte, J. (29 de Octubre de 2013). *Apuntes mercantiles a la Ley del Emprendedor (I): ¿qué es un emprendedor?* Obtenido de El Blog de Juan Sánchez-Calero Guilarte.
- Serra I Turrás, G. (2004). Instrumentos de inversión en operaciones de capital riesgo. *Togas.biz*.
- Unirisco Galicia. (3 de Octubre de 2013). *Qué es el Capital de Riesgo*. Obtenido de Unirisco.
- Uría Menéndez. (22 de Abril de 2015). *Guía Práctica sobre deberes y régimen de responsabilidad de los administradores en el ámbito mercantil*. Obtenido de Uria.
- Vanham, P. (28 de Julio de 2015). *Which countries have the most venture capital investments?* Obtenido de World Economic Forum.
- Vicent Chuliá, F. (2003). *Introducción al Derecho Mercantil* (14ª ed.). Valencia: Tirant lo Blanch.
- Villacorta Hernández, M. Á. (2012). Naturaleza, clasificación y evolución futura de las participaciones preferentes. *Revista De Derecho (Coquimbo)*, 19(1), 293-331.
- Vinageras Cobielles, P. (2015). Las startups son un entorno complejo y lleno de innovación donde resulta vital que el abogado comprenda el negocio. *Actualidad Jurídica Aranzadi*(898), 2-3.

Wilson, F. (12 de Diciembre de 2011). *Burn rates, how much?* Obtenido de AVC:  
<http://avc.com/2011/12/burn-rates-how-much/>

Wolters Kluwer. (s.f.). *Acción de reclamación de cantidad*. Obtenido de Guías jurídicas  
Wolters Kluwer.

Wolters Kluwer. (s.f.). *Enriquecimiento injusto*. Obtenido de Guías jurídicas Wolters  
Kluwer.

Wolters Kluwer. (s.f.). *Entidades de Capital Riesgo*. Obtenido de Guías Jurídicas Wolters  
Kluwer.