

Negociando con Ángeles: términos, cláusulas y otras condiciones legales clave para la estructuración de un *term sheet* de levantamiento de capital semilla

Alexandra Orbezo Grahammer*
Josefina Arana Baldeón**

Resumen.- Las autoras presentan diversos aspectos legales relacionados con las startups, específicamente, la hoja de términos y condiciones que el emprendedor utiliza en negociaciones con inversionistas en las rondas de financiamiento. Además, analizan distintas formas de levantamiento de capital orientadas a inversionistas ángeles, implementadas en otras jurisdicciones o que se han adaptado a la legislación local.

Abstract.- The authors present legal aspects of startups, specifically the term sheet that the entrepreneur uses in negotiations with investors in the equity financing rounds. They also analyze the different forms of capital raising focused on angel investors, which have been implemented in other jurisdictions or have managed to adapt to local legislation.

* Abogada por la Universidad de Lima y LL.M. por Stanford University, reconocida cuna del emprendimiento tecnológico. La autora es actualmente socia del Estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas en el que lidera el área de Venture Capital y ha participado en gran parte de las principales transacciones realizadas en el ecosistema emprendedor peruano, representando a inversionistas ángeles, family offices, fondos de inversión de venture capital, así como también a emprendedores. Asimismo, Alexandra es socia del Área de Fusiones y Adquisiciones.

** Bachiller en Derecho por la Universidad del Pacífico. Asociada de las áreas de Venture Capital y Fusiones y Adquisiciones del Estudio Rebaza, Alcázar y & De Las Casas.

I. Introducción

Las pymes (que responden a la abreviatura de pequeñas y micro empresas) siempre han existido en nuestro país, aunque, en la actualidad, es cada vez más frecuente escuchar el término *startup*.

Si bien hace tan sólo unos años atrás éste era un término desconocido para la mayoría de peruanos, la palabra *startup* se ha abierto paso en nuestro vocabulario, lecturas y conversaciones. Evoca en nosotros productos de alta tecnología, jóvenes cumpliendo sus sueños de triunfar y convertirse en referentes creando sus propias empresas en lugar de trabajar para otros, así como rondas de inversión de varios millones.

Algo que antes parecía lejano y que muchos consideraban que sólo se trataba de una moda, o que sólo tenía sentido en lugares apartados como Silicon Valley, Tel Aviv o Bangalore, es hoy una realidad en nuestro país, donde durante los últimos años se ha creado todo un ecosistema emprendedor que aglutina no sólo a las propias startups, sino a un importante número de actores relacionados: emprendedores, incubadoras, aceleradoras, espacios de coworking, entre otros, incluyendo a los famosos inversionistas, con un papel cada vez más activo.

Pero, para utilizar con propiedad el término *startup* ¿qué empresas deben ser consideradas realmente dentro de esta categoría? Una *startup* es aquella empresa que se encuentra en edad temprana o es de reciente creación y presenta grandes posibilidades de crecimiento. A diferencia de una pyme, una *startup* se caracteriza por ser un negocio escalable y por su capacidad de crecer de una forma mucho más rápida y eficiente. Asimismo, una *startup* tiene una fuerte relación con la tecnología y se caracteriza por desarrollar negocios con ideas muy innovadoras para satisfacer las necesidades o problemas de su público objetivo, desarrollando para ello soluciones tecnológicas que satisfagan las necesidades identificadas.

Es así que el carácter innovador y disruptivo de las startups las enfrenta a múltiples retos desde el punto de vista legal a lo largo de su ciclo de vida, que van desde la protección de la idea innovadora, la regulación de la relación entre los socios fundadores (conocidos en inglés como founders), la contratación de personal clave, la redacción de acuerdos comerciales con terceros para el desarrollo y monetización del negocio, el levantamiento de capital a través de la realización de rondas de inversión, etc. Es por ello que las disciplinas tradicionales del derecho se enfrentan a la obligación de reconfigurarse ante las nuevas realidades a las que se enfrentan las *startups*, los emprendedores e inversionistas. El rol del abogado comprende el reto de dar

respuesta a situaciones jurídicamente no reguladas y de adaptar al derecho peruano fórmulas jurídicas comunes en otros países con legislaciones más acondicionadas a las necesidades del ecosistema emprendedor, pero que no existen como tales en el Perú. Asimismo, el Derecho peruano, en sus distintas ramas, exige también un ejercicio de revisión y reformulación ante estos nuevos retos.

En este contexto, el presente artículo tiene por objetivo presentar una introducción a los aspectos legales clave vinculados a la hoja de términos y condiciones (conocida en inglés como term sheet), que constituye el primer documento legal que el emprendedor negocia con los inversionistas en las rondas de financiamiento de capital, enfocándose específicamente en aquel term sheet que es negociado en las rondas de capital semilla con inversionistas ángeles, y que es celebrado bajo ley peruana. Adicionalmente, a lo largo del desarrollo del presente artículo iremos analizando algunas de las formas legales a través de las cuales se vienen adaptado a la legislación local estructuras o figuras jurídicas utilizadas en otras jurisdicciones en el marco de la implementación de las rondas de levantamiento de capital dirigidas a inversionistas ángeles.

Consideramos que los emprendedores e inversionistas ángeles estarán mejor preparados para obtener y entregar capital, respectivamente, si ambas partes entienden el proceso, y conocen de manera anticipada los términos de la transacción y las potenciales complejidades que surgirán en el camino. Y parte importante del rol del abogado es la de educar y proveer la asistencia legal necesaria para que el entendimiento y conocimiento antes señalados tengan lugar.

Finalmente, antes de pasar a desarrollar el contenido del presente artículo, es importante anotar que como en todo sector, en el ámbito de las *startups* también existe un vocabulario o terminología propia o de uso habitual que resulta importante conocer para moverse con cierta fluidez dentro del entorno emprendedor. Con el objetivo de tener una noción básica de dicho vocabulario y comprender mejor la información proporcionada en el presente artículo, iremos a lo largo del desarrollo del mismo, repasando aquella terminología básica del ecosistema de los *startups* que consideramos resulta útil manejar.

II. Fuentes de financiamiento

Luego de que una *startup* se encuentra constituida y operando, una de sus continuas tareas es la de levantar los fondos suficientes para financiar su negocio en cada una de las etapas de su desarrollo.

Dado que en una etapa temprana las *startups* no son empresas lo suficientemente grandes, ni cuentan con activos fijos de valor significativo, difícilmente éstas podrán acceder a un financiamiento tradicional a través del mercado de capitales o a través de bancos u otras entidades de crédito.

Como consecuencia de ello, los emprendedores deberán salir al mercado a levantar fondos de distintos tipos de inversionistas a cambio de una participación en el capital social de la *startup*, con el objetivo de que ésta logre desarrollar su negocio, aumente su valor y una vez madurada la inversión, se genere un evento de liquidez (conocido en inglés como *liquidity event*) a través del cual el inversionista se retire obteniendo un retorno elevado. Las principales estrategias de salida (conocida en inglés como *exit*) que se plantean para una inversión de este tipo son la venta o fusión de la *startup* con un inversionista estratégico, o la realización de una oferta pública primaria de las acciones de la compañía.

El perfil del inversionista y el tipo de instrumento de inversión adecuado para cada ronda de financiamiento depende sustancialmente de la fase del ciclo de vida en la que se encuentre la *startup*. En este contexto, los abogados juegan un papel importante en educar a los emprendedores sobre la forma de financiamiento que resulta más apropiada para cada una de las etapas de desarrollo en la que se encuentre su *startup*.

III. El capital semilla

El capital semilla representa aquellas inversiones que se realizan en una *startup* que está en su primera fase o fase temprana, es decir, en empresas que aún están validando su modelo de negocio y, por tanto, traccionando sus primeras ventas y clientes. Son operaciones de alto riesgo en las que usualmente intervienen las 3Fs (que responden a la abreviatura en inglés de *friends, family and fools*, traducido al español como amigos, familiares y tontos) y los inversionistas ángeles.

La primera ronda de financiamiento de una *startup* es uno de los eventos más importantes dentro de su ciclo de vida, ya que establece el marco para futuros financiamientos.

a. *Friends, family and fools*

El tipo de financiamiento del *friends, family and fools* o simplemente, *friends and family*, ocurre en una etapa relativamente temprana en

la vida de la startup, usualmente luego de que los socios fundadores han ya invertido todo el capital propio que les es posible. Los inversionistas que componen el financiamiento del *friends and family* pertenecen al entorno cercano de los socios fundadores (familiares, amigos, entre otros), y buscan ayudar a estos últimos en el desarrollo de su proyecto de emprendimiento a través de la infusión de dinero en efectivo en sus startups. Este dinero por lo general es necesario para finalizar el prototipo del producto o servicio que brindará la startup y dar el salto al mercado con el producto mínimo viable.

Esta fase de financiamiento usualmente se concreta a través de la suscripción de acciones comunes con derecho a voto, sin ningún tipo de derecho especial a favor del inversionista. Los inversionistas de la ronda del *friends and family* son quienes muy probablemente se diluirán significativamente en las siguientes rondas de financiamiento, conforme vayan ingresando inversionistas más institucionales, puesto que no realizarán nuevos desembolsos de capital.

b. Inversionistas ángeles

El capital aportado por los inversionistas ángeles cubre la brecha del financiamiento de una *startup* entre los fondos levantados del *friends and family* como parte del capital semilla y el que se levantará más adelante de los fondos de inversión de capital riesgo (conocidos en inglés como *venture capital funds* o *VCs*) quienes invierten en una etapa más avanzada de desarrollo de la *startup*.

Inicialmente los inversionistas ángeles eran de hecho familiares y amigos de los emprendedores, o individuos con alto patrimonio neto individual (conocidos en inglés como *high net worth individuals*), pero no necesariamente inversionistas sofisticados. A través de los años, esta categoría de inversionistas ha mutado para convertirse en una red más formal de individuos con alto patrimonio neto individual, quienes son más sofisticados y se organizan en redes, grupos o clubes de inversionistas ángeles para compartir esfuerzos y unir sus capitales de inversión, y están más involucrados de manera directa en la supervisión de sus inversiones. Esta categoría en algunos casos incluye individuos que anteriormente emprendieron y que tuvieron exitosas *exits* en sus propias *startups*, motivo por el cual cuentan con un patrimonio significativo para invertir.

Asimismo, conforme el mercado de inversionistas ángeles ha ido madurando, los tipos y sofisticación de los instrumentos de inversión también han evolucionado. La manera más sencilla (pero no por ello necesariamente la única utilizada) de estructurar la inversión de un

inversionista ángel es a través de la figura legal de una deuda convertible en acciones.

La deuda convertible en acciones en jurisdicciones como los Estados Unidos de América consiste típicamente en la suscripción de un *note purchase agreement* (que es el contrato de compraventa para la adquisición del instrumento de deuda convertible en acciones) y un *convertible promissory note* (traducido al español como nota convertible, que es el instrumento en sí que representa la deuda convertible en acciones). Esta estructura permite a la *startup* (vendedora de la nota convertible) el levantamiento de capital. El inversionista ángel que adquiere la nota convertible invierte en la *startup* a través de la compra de dicho instrumento.

Bajo esta estructura, la nota convertible se convertirá automáticamente en el mismo tipo de acciones que sean emitidas en la siguiente ronda de financiamiento que cumpla ciertos umbrales mínimos que, por ejemplo, pueden haber sido establecidos en función al monto total recaudado o al tipo de inversionista que participa en dicha ronda. En este sentido, las acciones que recibirán los titulares de las notas convertibles tendrán los mismos derechos y condiciones acordados para la ronda de financiamiento que gatilla la conversión, los cuales son negociadas entre el inversionista que lidera dicha ronda (*lead investor*) y el emprendedor.

Usualmente, el monto total del principal más los intereses devengados por la nota convertible, de ser éste el caso, serán convertidos en acciones aplicando para efectos de dicha conversión el mismo precio de suscripción por acción fijado para los nuevos inversionistas que participan en la ronda de financiamiento que gatilla la conversión, menos la aplicación de un descuento, y/o en algunos casos también, la aplicación de un monto límite máximo de valorización (conocido en inglés como *valuation cap*) previamente negociados, lo que resulte en un número mayor de acciones para el inversionista ángel tenedor de la nota convertible. Dicho descuento y *valuation cap*, de ser el caso, premia al inversionista ángel por tomar un mayor nivel de riesgo al haber invertido en la *startup* en una etapa más temprana de la que un fondo de inversión de capital de riesgo estaría dispuesto a hacerlo. A continuación, un ejemplo numérico que busca reflejar la estructura antes señalada, en el cual, para efectos prácticos de cálculo, hemos omitido tomar en consideración cualquier interés devengado:

- Imaginemos una nota convertible por la que el inversionista ángel desembolsó la suma de US\$ 25,000 y respecto a la cual se pactó un *valuation cap* de US\$ 5,000,000 y un descuento de 20%.

- Luego de un tiempo, la *startup* levanta capital de un fondo de *venture capital* en una Serie A, ronda de inversión que usualmente tiene lugar pasado el umbral de rentabilidad (conocido en inglés como *break-even*) que es el punto de inflexión donde los ingresos de la operación de la *startup* son superiores a los gastos. Imaginemos que la valorización de la *startup* antes de dicha ronda es de US\$ 10,000,000 y el precio de suscripción por acción fijado para la misma es de US\$ 5.00. Si aplicáramos el descuento de 20%, el precio de conversión por acción que regirá para el inversionista ángel será de US\$ 4.00 (US\$ 5.00 multiplicado por (1-20%). Como consecuencia de ello, el inversionista ángel recibiría un total de 6,250 acciones Serie A (que resultan de dividir su inversión de US\$ 25,000 en la nota convertible entre el precio de conversión por acción de US\$ 4.00).

Por el contrario, si aplicáramos para el inversionista ángel el *valuation cap* de US\$ 5,000,000 en reemplazo de la valorización de la *startup* fijada en US\$ 10,000,000, el precio de conversión por acción que regirá para el inversionista ángel será de US\$ 2.50 por acción (que resultan de multiplicar el precio de suscripción por acción de US\$ 5.00 por el resultado de la diferencia entre el *valuation cap* y la valorización de la *startup* previa a la ronda (US\$ 5,000,000 entre US\$ 10,000,000)). Como consecuencia de ello, el inversionista ángel recibiría un total de 10,000 acciones Serie A (que resultan de dividir la inversión de US\$ 25,000 en la nota convertible entre el precio de conversión por acción de US\$ 2.50).

En este sentido, finalmente el inversionista ángel recibirá un total de 10,000 acciones Serie A luego de aplicar el *valuation cap* puesto que ello resulta en un número mayor de acciones al que recibiría si el precio de conversión a ser aplicado fuera el precio de suscripción pagado por el fondo de *venture capital*, incluso luego de aplicar el descuento del 20%.

- Si por el contrario, la *startup* levanta capital de un fondo de *venture capital* en una Serie A, con una valorización de la *startup* antes de dicha ronda fijada en US\$ 6,000,000 y con el mismo precio de suscripción por acción de US\$ 5.00 (fijado en el ejemplo anterior), el precio de conversión por acción, si aplicáramos el descuento de 20%, será de US\$ 4.00 (al igual que en el ejemplo anterior). Pero si aplicáramos para el inversionista ángel el *valuation cap* de US\$ 5,000,000 en reemplazo de la valorización de la *startup* fijada en US\$ 6,000,000, el precio de conversión por acción que regirá para el inversionista ángel sería de US\$ 4.1667 por acción (US\$ 5.00 multiplicado por (US\$ 5,000,000 entre US\$ 6,000,000)). Como consecuencia de ello, aplicará como precio de conversión el resultante de aplicar

el descuento de 20% (y no el *valuation cap*), por ser el menor precio por acción, lo que resultará en un mayor número de acciones Serie A para el inversionista ángel tenedor de la nota convertible.

Si bien las notas convertibles permiten que las primeras rondas de levantamiento de capital semilla sean más sencillas y rápidas puesto que evitan el tener que negociar en dicho momento la valorización de la *startup* permitiendo a las partes concentrarse únicamente en la negociación del descuento y/o del *valuation cap*, de ser el caso, tienen como desventaja que son un instrumento al cual le resultan aplicables las normas que regulan el otorgamiento y adquisición de deuda (por ejemplo, el registro contable como un pasivo en el balance de la *startup*, el devengo de intereses, el plazo máximo de repago, entre otros).

Es así que otro instrumento ha sido desarrollado en los Estados Unidos de América para esta etapa de financiamiento de capital semilla. Hablamos del SAFE (que responde a la abreviatura en inglés de *simple agreement for future equity*). Su estructura es similar a la de una nota convertible en el sentido que el inversionista ángel desembolsa una suma de dinero para suscribir el SAFE a cambio de un derecho a obtener en el futuro una participación en el capital social de la *startup*. El inversionista ángel recibe las acciones futuras cuando la *startup* realiza la primera ronda de financiamiento que cumpla las condiciones pactadas (por ejemplo, que sea la primera ronda en la que se haya acordado una valorización), o cuando ocurra un evento de liquidez (como podría ser la venta total o parcial de la *startup* o un cambio de control), lo que suceda primero. La ventaja es que, a diferencia de la nota convertible, el SAFE no es un instrumento de deuda y, por lo tanto, no tiene que ser registrado contablemente como un pasivo de la *startup*. Se asemeja más a una opción de suscripción de acciones en la que el precio es pagado de manera anticipada. Ello permite que el SAFE no genere intereses y que no establezca una fecha de vencimiento, por lo cual, en muchas jurisdicciones de los Estados Unidos de América, no se encuentra sujeto a la regulación aplicable a la deuda.

Una figura legal que viene siendo utilizada en el ecosistema local, que busca adecuar a la legislación peruana las estructuras antes descritas, es el préstamo capitalizable. En este sentido, la *startup* y el inversionista ángel suscriben un contrato de préstamo en virtud del cual el principal e intereses (si estos hubiesen sido pactados) se convertirán automáticamente en el mismo tipo de acciones que sean emitidas en la siguiente ronda de financiamiento que cumpla las condiciones pactadas por las partes. Adicionalmente, el inversionista tiene el derecho de convertir el préstamo en caso ocurra un evento de liquidez entre la celebración del préstamo capitalizable y la ronda de

financiamiento. En caso de no ejercer dicho derecho de conversión, el inversionista ángel puede optar por requerir el repago del préstamo. Asimismo, en caso de liquidación de la *startup*, el inversionista ángel tendría un derecho de cobro preferente respecto al de los accionistas.

En el Perú es perfectamente válido pactar, desde el punto de vista contractual, que el préstamo capitalizable no devengará intereses, a fin de asemejarlo a la estructura del SAFE. Al respecto, es importante tomar en consideración, desde el punto de vista tributario, que no se aplicarán los intereses presuntos para efectos de la determinación de un impuesto a la renta de cargo del inversionista ángel que otorgó el préstamo siempre que: (i) el inversionista ángel no califique como parte vinculada económicamente a la *startup*¹; (ii) no se haya registrado en la contabilidad de la *startup* intereses a favor del inversionista ángel (y ello pueda ser acreditado en los libros contables de la *startup*); y (iv) que se haya pactado expresamente en el contrato de préstamo capitalizable que no se devengarán intereses.

Por el contrario, en caso el inversionista ángel que otorgó el préstamo sí califique como parte vinculada económicamente a la *startup*, resultarán aplicables, para fines tributarios, intereses presuntos para efectos de la determinación de un impuesto a la renta de cargo del inversionista ángel, los mismos que deberán ser calculados conforme a las normas de precios de transferencia previstas en la legislación del Impuesto a la Renta, resultando aplicable una tasa del Impuesto a la Renta que variará dependiendo de la condición del inversionista ángel que actúa como prestamista (persona natural o persona jurídica vinculada).

Para los inversionistas ángeles, existen ventajas y desventajas respecto a la estructura de la nota convertible como instrumento de inversión.

Dentro de las ventajas, debemos recordar el hecho que el inversionista ángel recibirá el mismo tipo de acciones que las que serán emitidas al fondo de *venture capital* en la ronda de financiamiento que gatille la conversión de la nota convertible. En este sentido, al permitir a los fondos de inversión de *venture capital* negociar los términos y condiciones de las acciones en el marco de un financiamiento que involucra un importe mucho más alto de inversión que el aporte realizado por el propio inversionista ángel en la *startup*, es mucho más probable que ello resulte en más y mejores derechos de los que el inversionista

¹ A fin de determinar si existe vinculación para efectos tributarios se debe tomar en cuenta lo previsto en el artículo 24° del Reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta. Entre los criterios de vinculación que dicha norma establece se encuentra el caso en el cual una persona natural o jurídica posea más del 30% del capital de otra persona jurídica, directamente o por intermedio de un tercero.

ángel hubiera podido obtener directamente, debido a que los fondos de *venture capital* están en una mejor posición de negociación que un inversionista ángel pequeño.

La desventaja para los inversionistas ángeles es que la negociación de la valorización de la *startup* ocurre en una etapa posterior dentro del ciclo de vida de la *startup*, luego de que la misma ha tenido ya la posibilidad de usar los fondos levantados de los inversionistas ángeles para alcanzar suficiente tracción e hitos que le permitirán negociar una valorización mayor. Es en este punto que el descuento para la conversión de los inversionistas ángeles, juega un rol muy importante.

Sin perjuicio de lo antes indicado, cada vez con mayor frecuencia los inversionistas ángeles están demandando recibir participación en el capital de la *startup* (*equity*) desde el día uno en el que desembolsan su inversión, así como una valorización que les resulte más favorable que la que probablemente recibirían bajo una estructura de deuda convertible en acciones (aun tomando en consideración la aplicación de un descuento o *valuation cap*). Los inversionistas ángeles se están dando cuenta que podrían estar actuando en contra de sus propios intereses al proveer los fondos que incrementarán la valorización de la *startup*, y tener ello como resultado el hecho de recibir una menor participación en el capital que la que hubieran obtenido si hubieran negociado la valorización al momento en que proveyeron los fondos².

Respecto a los derechos especiales que recibirán los inversionistas ángeles como parte de sus acciones, es importante que los abogados alerten a los emprendedores y a los inversionistas ángeles de qué forma y en qué medida, cualquiera de los términos otorgados a favor de los inversionistas ángeles en una ronda temprana como es la de capital semilla puede dificultar el levantamiento de las rondas de financiamiento en etapas más avanzadas o afectar las discusiones futuras sobre valorización. Como consecuencia de ello, deben ser un número razonable de derechos que otorguen a la *startup* la libertad de otorgar más derechos a inversionistas que ingresen en rondas de financiamiento posteriores sin tener que pedir a los inversionistas ángeles que renuncien a los derechos que ya se les habían conferido.

c. Fondos de *venture capital*

Los fondos de *venture capital* son fondos de inversión que se forman con los aportes de un grupo de personas o entidades denominados

² RUBINSTEIN, Frederic A. y ROTH, Audrey M. *Inside the Minds. Deal Strategies for Venture Capital and Private Equity Lawyers. The Life Cycle of a Venture-Backed Company*. Estados Unidos de América, Aspatore Books, 2006, p. 29.

partícipes, para que una sociedad gestora se encargue de su administración a través de la inversión en *startups*, en búsqueda de rentabilidad. Entre dichos partícipes usualmente encontramos instituciones financieras, bancos de inversión, corporaciones, *family offices*, fondos de pensiones, y compañías de seguros.

Si bien la mayoría de los fondos de *venture capital* no invierte en *startups* que se encuentren en etapas muy tempranas, existen algunos que sí realizan inversiones de capital semilla, pero son la excepción. Ello se debe a que el tamaño de los patrimonios administrados por dichos fondos se ha elevado tanto en los últimos años, lo que ha vuelto muy complejo e incluso inmanejable la posibilidad de invertir en *startups* con montos de inversión o *tickets* muy pequeños por ronda. Esto obligaría a los fondos de *venture capital* a tener que invertir en un número muy elevado de *startups* para poder colocar la totalidad de los fondos administrados, y demandaría además que la sociedad gestora tenga que dedicar demasiada atención a cada una de dichas inversiones, por un retorno que individualmente no sería muy alto.

IV. Proceso de la ronda de financiamiento

El proceso de una ronda de financiamiento de capital semilla dirigido a inversionistas ángeles incluye la preparación y negociación de un *term sheet*, seguido de un proceso de revisión de la compañía (*due diligence*) relativamente breve, y finalmente la preparación y negociación de un conjunto de documentos legales definitivos para formalizar la inversión.

Entre dichos documentos definitivos usualmente encontramos un acuerdo de inversión y un convenio de accionistas. El acuerdo de inversión es un contrato privado que establece el mecanismo legal para la suscripción de acciones por parte del inversionista ángel, incluyendo los detalles de los términos comerciales acordados, tales como precio de suscripción, clase y número de acciones, entre otros. Por su parte, el convenio de accionistas define los derechos y obligaciones de los accionistas y busca regular la relación de ellos entre sí, y también entre ellos y la *startup*.

Como hemos señalado en la sección introductoria, en el presente artículo nos centraremos en analizar los aspectos legales clave en la negociación del *term sheet*.

V. El *term sheet*

El *term sheet* es un documento importante en la ronda de financiamiento, en la medida que es señal del compromiso firme del inversionista ángel de realizar una inversión, y del hecho que desea proceder a realizar un *due diligence* y negociar y suscribir la documentación legal definitiva para la formalización de la inversión.

El *term sheet* cubrirá todos los aspectos importantes del financiamiento: términos económicos tales como la valorización asignada a la *startup*; temas vinculados al control de la misma tales como la composición del Directorio y qué tipo de *supermayoría* o derechos de veto tendrán los inversionistas; y derechos post-cierre de los inversionistas, tales como el derecho a participar en futuras rondas de financiamiento y derechos de información, los mismos que incluyen el derecho a recibir información financiera de la *startup* de manera periódica.

El *term sheet* en la mayoría de los casos establecerá que es de carácter no es vinculante para las partes que lo suscriben, excepto por ciertos términos específicos que sí lo serán, como es el caso de la confidencialidad y la ley aplicable. Sin perjuicio de ser no vinculante, el *term sheet* es por lejos el documento más importante a ser negociado con los inversionistas. Casi la totalidad de los temas relevantes serán cubiertos en el *term sheet*, dejando temas menores pendientes de ser discutidos en los documentos definitivos de la ronda de financiamiento que serán suscritos con posterioridad. El emprendedor debe considerar el *term sheet* como la base de su relación con el inversionista, y asegurarse de darle la gran atención que requiere.

Existen muchas opiniones sobre el uso y la extensión que deben tener los *term sheets*. Una primera aproximación es tener una versión abreviada de *term sheet* en la cual únicamente los puntos más importantes de la transacción estén cubiertos. De esta manera, los seguidores de dicha aproximación argumentan que las partes involucradas (emprendedores e inversionistas) pueden enfocarse en los asuntos mayores y dejar los puntos menores o auxiliares a los abogados al momento en que negocien la documentación definitiva de la ronda de financiamiento. Los seguidores de esta aproximación argumentan que tener una versión corta del *term sheet* facilitará y permitirá alcanzar la firma del mismo con mayor rapidez, y muchas veces los emprendedores los prefieren justo por eso.

Otra aproximación en relación al *term sheet* es la de tener una versión extendida del mismo, donde prácticamente todos los asuntos que

deban ser negociados entre las partes sean puestos sobre la mesa, a fin de que la elaboración y negociación de los documentos definitivos pueda ser más rápida y sencilla.

Una desventaja de contar con una versión corta del *term sheet* es que éste dejará muchos asuntos para ser resueltos en la etapa de la negociación de la documentación definitiva, y si dichos asuntos no son resueltos, las partes pasarán tiempo extra e incurrirán en gastos legales adicionales que podrían haber sido evitados si se hubiera optado por contar con una versión larga del *term sheet*.

En nuestra experiencia, es usualmente más beneficioso tanto para el inversionista ángel como para el emprendedor, tener un *term sheet* extendido y completo, lo cual permitirá a las partes tener desde el día uno una mayor claridad y mejor entendimiento respecto a los términos y condiciones en que se realiza la inversión, y mitigar futuros problemas en la etapa de redacción y negociación de la documentación definitiva.

VI. Contenido del *term sheet*

Como ya se mencionó en la sección III anterior, el *term sheet* describe de manera resumida y sucinta los aspectos clave negociados entre los emprendedores y el inversionista ángel, los cuales se desarrollarán posteriormente, con mayor detalle, en los documentos definitivos.

Al respecto, es importante para los emprendedores que el otorgamiento de los derechos económicos y políticos a favor de los inversionistas se dé de manera gradual para que la *startup* tenga un mayor campo de negociación en rondas de financiamiento subsecuentes y aquéllas que fueran a ocurrir en el largo plazo.

Pero antes de entrar al detalle de cuáles son los principales derechos y obligaciones que son usualmente negociados entre emprendedores e inversionistas ángeles en rondas de financiamiento de capital semilla, creo que resulta fundamental tener en cuenta un punto central. Y este punto central radica justamente en la importancia de que los términos que se pacten en el *term sheet* no generen una desalineación entre los intereses de los emprendedores y los intereses de los inversionistas ángeles.

Por un lado, el inversionista ángel debe recordar que ésta es una inversión de riesgo. No hay duda de que los inversionistas ángeles deben buscar ciertas protecciones. No obstante ello, es importante

que los inversionistas ángeles tomen consciencia de que un sobreproteccionismo exagerado puede llegar eventualmente a generar esta desalineación de intereses de la que hablamos, y terminar perjudicando el desarrollo del negocio, y por lo tanto, terminar perjudicándose a sí mismos. Y esto se traduce en dos niveles. Uno de ellos es el económico, si con el afán del inversionista ángel de asegurarse un retorno, se pactan términos y condiciones que tengan como consecuencia que el inversionista termine obteniendo una ganancia preferente de tal magnitud, que ello pueda conllevar a no dejar un remanente que repartir a los emprendedores. El otro nivel es el control. Una *startup* busca el desarrollo de una nueva idea de negocio que ha surgido de los emprendedores, y corresponde a ellos estar a cargo de su desarrollo, razón por la cual los emprendedores buscan evitar a toda costa la pérdida del control de la gestión de la *startup*, o ser diluidos significativamente vendiendo mucho de su participación a una valorización muy baja.

De otro lado, los emprendedores deben comprender que no resulta un proceso fácil para el inversionista ángel, el entregar su dinero a los emprendedores –en su mayoría bastante jóvenes–, con quienes muchas veces sólo se han tenido unas cuantas reuniones. Es por ello que no debería resultar una sorpresa para los emprendedores que el capital sea entregado por los inversionistas ángeles bajo ciertas protecciones.

Como consecuencia de lo antes señalado, resulta importante tener un *term sheet* equilibrado que contribuya a construir una relación sólida entre los emprendedores y el inversionista ángel, e incrementar las posibilidades de éxito para ambas partes. Cuando éstas pueden trabajar alineados hacia una meta común, hay una mayor posibilidad de éxito para el emprendedor y, por ende, un mejor retorno para el inversionista ángel que lo respaldó.

Conforme con lo antes señalado, la estructura del contenido del *term sheet* negociado entre los inversionistas ángeles y los emprendedores se divide usualmente en dos grandes bloques: los términos y condiciones económicos; y los términos y condiciones sobre control.

a. Términos económicos

A través de los términos económicos, los inversionistas ángeles buscan asegurarse una tajada lo suficientemente grande de la torta a fin de que el hecho de llevar adelante su inversión sea algo que valga la pena, sobre la base de un riesgo controlado.

i. Valorización

La valorización de la *startup* es generalmente el punto de partida de la negociación entre el emprendedor y el inversionista ángel y resulta ser un punto crucial para ambos en el proceso de levantamiento de capital. Mientras mayor sea la valorización, mayor será el precio por acción que deberá pagar el inversionista, y menor será el número de acciones (y porcentaje de participación accionaria en la *startup*) que será adquirida por el inversionista ángel a partir de su inversión de capital; y, como consecuencia de ello, menor será la dilución que afectará al emprendedor.

Igual de importante resulta establecer el monto de capital que se levantará en la ronda de financiamiento. A veces resulta preferible para el emprendedor levantar una menor cantidad de dinero en una etapa temprana cuando el inversionista probablemente insistirá en asignar una valorización baja a la *startup*, y proyectarse a que volverá a levantar una siguiente ronda de financiamiento una vez que la *startup* haya logrado el progreso suficiente que le permita asegurar que conseguirá negociar una valorización mayor con los futuros inversionistas.

Finalmente, otro punto relacionado a los antes señalados que también resulta importante en la negociación, es conocer el número total de acciones que la *startup* ha fijado destinar para la entrega de acciones a favor de colaboradores clave (por ejemplo, a través del otorgamiento de opciones de suscripción sobre acciones, conocidas en inglés como *stock options*).

En esta línea, hay dos conceptos que son negociados entre las partes. El valor *pre-money*, que es el valor de la *startup* antes de la entrada del inversionista y el valor *post-money*, que es el valor de la *startup* luego del cierre de la ronda de inversión³. En ese sentido, el monto a ser levantado en la ronda de inversión más el *pre-money valuation* da como resultado el *post-money valuation*. Por ejemplo, si los inversionistas en una ronda planean invertir conjuntamente un total de US\$ 5,000,000 en donde el *pre-money valuation* de la *startup* ha sido acordado en US\$ 15,000,000, ello significa que el *post-money valuation* será de US\$ 20,000,000, y los inversionistas esperan adquirir, en conjunto, al cierre de la transacción, una participación accionaria total de 25% (resultado de dividir US\$ 5,000,000 entre US\$ 20,000,000).

³ MANZANERA ESCRIBANO, Antonio. *Finanzas para emprendedores* (1ª ed.). Barcelona, Deusto, 2010, p. 137.

La valorización es un punto negociable y no existe una única fórmula o metodología correcta para calcularla. La valorización de *startups* suele ser compleja debido a su falta de datos históricos que permitan utilizarse para el análisis financiero (flujo de caja, rotación de inventarios, plazos de cobro, entre otros). Asimismo, la posibilidad de que un evento ocurra o no (evento binario) dificulta la valorización de una *startup*. Un ejemplo de ello es que un emprendimiento desarrolle una idea de negocio para crear una píldora que cure la diabetes. Si su creación es aprobada por la entidad competente, la *startup* generará mucho dinero, pero en caso no sea aprobada, la idea de negocio y el desarrollo de la píldora no valdrán nada⁴.

Sin perjuicio de que cada *startup* es única, y como consecuencia de ello, también su proceso de valorización, existen ciertos aspectos claves que se toman usualmente en consideración para la determinación de la valorización: la experiencia y éxitos pasados de los emprendedores, el tamaño de la oportunidad de mercado, la tecnología ya desarrollada y de propiedad de la *startup*, su tracción inicial (ingresos, alianzas estratégicas, satisfacción de clientes, publicidad favorable, etc.), el nivel de avance respecto a la obtención de un producto mínimo viable, el modelo de negocios, valorizaciones de compañías comparables, el entorno económico general, entre otros.

ii. Liquidación preferente

Este es el segundo término económico más importante luego del precio, dado que establece la prioridad en el reparto del dinero disponible en el marco de un evento de liquidez, el cual podría darse a través de la fusión o venta de la *startup* o la venta de la mayoría de las acciones de la *startup*.

Como regla general los inversionistas siempre tienen una preferencia en el orden de cobro frente a los emprendedores. Sin embargo, el derecho de liquidación preferente va más allá, puesto que establece otros aspectos clave como el derecho que tendrá el inversionista ángel a recibir, antes que cualquier importe sea pagado a los emprendedores y el resto de inversionistas pertenecientes a otras rondas, un importe equivalente a un múltiplo de retorno aplicado sobre su inversión original. Hoy en día el múltiplo estándar en el mercado es de una vez (1x) el monto de la inversión original o simplemente el monto de la inversión original. Establecer este derecho cobra importancia en el eventual caso de que la *startup* se venda a un valor

⁴ *Ibid*, p. 141.

inferior al capital total invertido en la misma⁵. El derecho de liquidación preferente puede también establecer el derecho del inversionista ángel a participar de la ganancia junto con los emprendedores, bajo los mismos términos y condiciones, a prorrata de su participación accionaria, una vez que se le haya pagado su inversión original. Establecer este derecho cobra importancia en el eventual caso de que la *startup* se venda generando un gran retorno.

Por ejemplo, bajo un esquema de derecho de liquidación preferente de 1x, si la valorización *pre-money* de la ronda de inversión es de US\$ 5,000,000, y un inversionista ángel invierte US\$ 5,000,000 en la *startup* (con lo cual adquiere acciones que representan el 50%), y la *startup* es vendida por un precio de US\$ 50,000,000, dicho precio sería distribuido de la siguiente manera:

- Si adicionalmente el derecho de liquidación preferente fuera participativo, los primeros US\$ 5,000,000 irían a pagar al inversionista, y el remanente de US\$ 45,000,000 será dividido 50-50 (en función a la prorrata de participación accionaria en la *startup*). En este sentido, los emprendedores recibirían US\$ 22,500,000, y el inversionista ángel recibiría un total de US\$ 27,500,000.
- Si el derecho de liquidación preferente no fuera participativo, el inversionista ángel optaría por recibir las ganancias en los mismos términos y condiciones que los emprendedores (puesto que recibiría US\$ 25,000,000 en función a su prorrata de 50%) en lugar de optar por ejercer su derecho de preferencia, el mismo que únicamente le asignaría los US\$ 5,000,000 de su inversión inicial.

iii. Dividendos

No es muy usual encontrar en el *term sheet* un pacto de pago de dividendos en una etapa temprana como lo es la del capital semilla, en la medida que es altamente improbable que una *startup* arroje utilidades, y menos aún, que tenga la caja para pagar dividendos. Sin perjuicio de ello, en caso de encontrarse regulado, probablemente este pacto establecerá que se devengará un dividendo preferente de carácter acumulativo en favor del inversionista ángel, calculado como un porcentaje aplicado sobre el importe de su inversión. En realidad, lo que determinará la inclusión de dicho pacto es la existencia de un dividendo preferente que se irá acumulando cada año (al margen de que la *startup* no genere utilidades), el que finalmente terminará siendo pagado en

⁵ FELD, Brad y MENDELSON, Jason. *Venture Deals* (3ª ed.). Estados Unidos de América, Wiley & Sons Ltd, 2016, p. 45.

caso de un evento de liquidez, momento en el cual el inversionista ángel recibirá ese dividendo adicional junto con la porción del precio de venta que le corresponda. Este derecho cobra mayor importancia en los casos en los que el precio obtenido en el evento de liquidez no sea muy alto, pero la inversión del inversionista sí lo haya sido.

Al respecto, la legislación peruana, a través del artículo 83° de la Ley General de Sociedades, Ley N° 26887 (LGS), permite la creación de clases de acciones que tengan derecho a un dividendo preferente, incluso acumulativo, existiendo como única limitación, el hecho que sólo podrán ser pagados cuando existan utilidades distribuibles. En este sentido, la LGS permite que dicho dividendo sea acumulable para el caso en que no existan utilidades en uno o más años o éstas no alcancen a cubrir el rendimiento establecido. Como consecuencia de ello, es perfectamente factible para la *startup* pactar un dividendo preferente acumulativo a favor de la clase de acciones que recibirán los inversionistas ángeles, cuyo pago estará sujeto a la existencia de utilidades o a la ocurrencia de un evento de liquidez, en los términos señalados en la presente sección.

iv. Derechos anti-dilución

A medida que la *startup* reciba más inversionistas, aquellos que se convirtieron en accionistas de la *startup* con anterioridad al ingreso de los nuevos inversionistas, se diluirán en la proporción que represente el nuevo capital obtenido en esa nueva ronda de inversión posterior. Si dicha nueva ronda es realizada a un precio mayor por acción que aquel que fue pagado por un inversionista que suscribió acciones con anterioridad, éste se diluirá aritméticamente mas no económicamente. Esto quiere decir que las acciones del inversionista podrán haber pasado a representar un menor porcentaje del capital social, pero el valor de mercado de dichas acciones se ha revaluado en función al mayor precio por acción pagado en la nueva ronda. Asimismo, la *startup* de la cual es accionista el inversionista tendrá una mayor caja en el balance.

Lo especial a tener en cuenta al analizar la negociación de este derecho económico es que puede existir un escenario en el cual un nuevo inversionista suscriba acciones a un menor precio que aquél que fue pagado por un inversionista que suscribió acciones en una oportunidad anterior.

Los derechos anti-dilución que pueden ser incluidos en el *term sheet* permiten obtener protección ante la situación antes descrita. Este derecho establece que el precio por acción que fue pagado por un

inversionista que suscribió acciones en una oportunidad anterior, será automática y retroactivamente «disminuido» en una menor o mayor proporción (según la forma en que haya sido pactado el derecho anti-dilución en el *term sheet*) sobre la base de una fórmula. Esto tendrá como consecuencia que el inversionista deberá ser titular de un mayor número de acciones que el originalmente recibido por el importe de la inversión que realizó.

Una modalidad de fórmula no tan usada por ser altamente dura con el emprendedor (conocida en inglés como *full ratched-based antidilution clause*) es aquella que establece que todas las acciones del inversionista serán ajustadas con la «disminución» de precio, sin tomar en consideración el importe de capital levantado en la ronda de financiamiento posterior que gatilló el derecho anti-dilución. Otra modalidad de fórmula que es más frecuentemente utilizada (conocida en inglés como *weighted average antidilution clause*) es aquella en la cual sí se toma en cuenta, para efectos del cálculo, el tamaño de la ronda de financiamiento que gatilló el derecho anti-dilución. En este sentido, se toman en cuenta tanto el importe de capital levantado y el número de acciones emitidas a un mayor precio en la ronda de financiamiento anterior; como el importe de capital levantado y el número de acciones emitidas a un menor precio en la ronda de financiamiento posterior. Como consecuencia de ello, el ajuste con «disminución» del precio que fue pagado por un inversionista que suscribió acciones con anterioridad, refleja de manera más cercana y proporcional el nivel de perjuicio ocasionado originalmente a dicho inversionista con la dilución.

Si bien la primera modalidad de derecho anti-dilución parece más beneficiosa para el inversionista ángel, ello no es tan cierto. En la medida que los efectos de los derechos anti-dilución son finalmente sufridos por los emprendedores (quienes reducen su porcentaje de participación accionaria cuando dichos derechos anti-dilución son ejercidos por el inversionista ángel), si dichos derechos anti-dilución son tan severos que terminan diluyendo significativamente a los emprendedores, estos podrían tener un incentivo para intentar evitar, de cualquier forma, el tener que cerrar una ronda de inversión a un menor precio por acción. Ello puede tener como consecuencia que el emprendedor termine aceptando un inversionista inadecuado para la *startup* pero que sí esté dispuesto a pagar un precio mayor por acción. O si por el contrario, los emprendedores no logran evitar el tener que levantar una ronda de inversión a un menor precio, y como consecuencia de ello, los derechos anti-dilución son ejercidos por los inversionistas, los emprendedores pueden perder el incentivo de trabajar para la *startup*, ya que al haberse diluido significativamente, nunca terminarán beneficiándose de un retorno importante.

a. Términos sobre control

En esta sección hablaremos sobre los términos y condiciones relacionados al control de la *startup* que se deben tener en cuenta al momento de negociar el *term sheet*.

Los inversionistas buscan obtener determinados niveles de control a fin de conocer regularmente el estado de la *startup* así como el uso del capital que aportaron.

i. Derecho de veto

Las acciones que son entregadas a los inversionistas ángeles pueden conferir o no derechos de voto, o alternativamente, derechos de voto limitados, aplicables únicamente para la toma de ciertas decisiones fundamentales respecto de la *startup*.

En el caso de las acciones con derechos de voto irrestrictos emitidas a favor de los inversionistas ángeles, la diferencia respecto de las acciones comunes que son de propiedad de los emprendedores radica en los derechos preferentes que se les confiere a las acciones preferentes, los cuales usualmente incluyen los derechos que vienen siendo descritos en la presente sección VI. En jurisdicciones como los Estados Unidos de América, usualmente las *startups* emiten acciones preferentes con derecho a voto o con derecho a voto limitados a favor de los inversionistas, en los cuales los derechos preferentes del inversionista son inherentes a la clase y serie de acción preferente emitida. Conforme se celebren rondas de inversión sucesivas, se irán emitiendo series distintas de acciones preferentes, cuyos derechos deben ser iguales dentro de una misma serie, pero pueden diferir respecto de las series anteriores y posteriores. Los emprendedores, así como los colaboradores clave, mantienen la titularidad de acciones comunes con derecho a voto, pero sin los derechos preferentes que corresponden a los inversionistas.

En otras jurisdicciones como es el caso de Perú y España, las *startups* emiten acciones comunes tanto para los emprendedores como para los inversionistas, y los derechos especiales que se otorgan a los inversionistas se formalizan y regulan a través de la celebración de un convenio de accionistas. Muchas veces ello se debe a que los emprendedores prefieren evitar el tener que cumplir con formalidades legales adicionales que pueden resultar tediosas, costosas y generar demoras al momento de tener que aprobar ciertos acuerdos cuando se tienen distintas clases de acciones emitidas. Un ejemplo de ello es la formalidad legal de tener que convocar a juntas espe-

ciales de accionistas que sesionan de manera separada a la junta general ordinaria, cuando se requiera adoptar acuerdos que puedan afectar los derechos particulares de alguna de las diferentes clases de acciones y, en algunos casos, incluso el tener que contar con la participación de aquellos accionistas titulares de los derechos preferentes que se suprimen y modifican.

En este sentido, en el Perú, los inversionistas ángeles que suscriban acciones comunes con derecho a voto de la *startup* tendrán, adicionalmente a los derechos preferentes que puedan ser adquiridos a través del convenio de accionistas a suscribirse como parte de la ronda de financiamiento, cuando menos, los siguientes derechos detallados en el artículo 95° de la LGS:

- Participación en el reparto de utilidades.
- Fiscalizar la gestión de la *startup*.
- Ser preferido para la suscripción de acciones en caso de una nueva emisión de acciones.
- Ser preferido para suscribir obligaciones u otros títulos convertibles o con derecho a ser convertidos en acciones.
- Separarse de la sociedad en los casos previstos en la ley y/o estatuto de la *startup*.

Debido a que la participación accionaria de los inversionistas ángeles es minoritaria, y usualmente en las etapas de capital semilla los emprendedores retienen la mayoría accionaria, como regla general las decisiones podrán ser aprobadas por estos últimos a nivel de junta general de accionistas, sin necesidad de contar con el voto favorable de los inversionistas ángeles. Es en este sentido que los inversionistas ángeles usualmente negocian como medida de protección, que se les confieran derechos de «veto» respecto de las decisiones estratégicas sobre el manejo de la *startup*. El referido derecho de veto puede ser implementado a través de distintos mecanismos. Por ejemplo, a través de la inclusión de una provisión en el convenio de accionistas y en el estatuto de la *startup* que exija un quórum y mayoría más alta o supermayoría para la adopción de dichas decisiones estratégicas, los cuales los emprendedores no puedan alcanzar sin la participación y voto favorable de una parte de los inversionistas ángeles. Otra posibilidad es incluir adicionalmente en dicha provisión la condición de que ese voto adicional de los inversionistas ángeles, represente cuando menos al 50% de ellos. Dichos mecanismos de supermayoría

otorgan representación a los inversionistas ángeles, cuya presencia en las reuniones y voto favorable se hacen indispensables para que la *startup* pueda adoptar decisiones válidas y, de esta manera, aseguran que su intervención y opinión sean tomadas en cuenta en el proceso decisorio de la *startup*. Debe evitarse otorgar este derecho de veto con nombre y apellido a favor de un inversionista específico, en la medida que ello no será bien recibido por los futuros inversionistas, perjudicando la posibilidad de la *startup* de levantar rondas subsecuentes de capital.

Dentro de las decisiones estratégicas sujetas a la supermayoría usualmente se encuentran la modificación de estatuto, endeudamiento, emisión de nuevas acciones (que tengan por ejemplo los mismos derechos, o derechos superiores a los que actualmente tienen los inversionistas), venta de activos, venta de la *startup*, recompra de acciones, modificación del número de directores, distribución de dividendos, licenciamiento de los activos de propiedad intelectual, la disolución y liquidación de la *startup*, entre otros.

Es debatible si una ronda de inversión en una etapa temprana como la del capital semilla debería contar con los derechos de supermayoría antes señalados, y en todo caso, qué decisiones fundamentales deberán estar sujetas a estos. Sin embargo, ello dependerá del poder de negociación, sofisticación, y nivel de involucramiento de los emprendedores *vis-a-vis* los inversionistas ángeles.

ii. Directorio

Muchas veces los emprendedores subestiman la importancia del directorio como parte del gobierno de las *startups*, y lo consideran como una mera formalidad. Sin embargo, ello está totalmente alejado de la realidad, ya que el Directorio es el órgano encargado del planeamiento del negocio, de la gestión y representación legal necesarias para la administración de la *startup*.

En este sentido, muchas veces los emprendedores cometen el error de colocar como directores a personas cercanas, incluso en rondas muy tempranas como la de *friends and family*, buscando darles cierta tranquilidad a los participantes en dicha ronda. Sin embargo, ello puede limitar en el futuro la posibilidad de la *startup* de levantar nuevas rondas de capital, puesto que los nuevos inversionistas (que serán más sofisticados y cuya inversión será más significativa en importe), pedirán la recomposición del directorio, ya que requerirán tener la posibilidad de poder nombrar a algún miembro del directorio como mecanismo de control sobre la *startup* a fin de proteger su inversión.

Es por ello que resulta más recomendable que durante la etapa temprana la *startup* cuente con un directorio con el mínimo número de directores⁶. Dicho directorio debería estar inicialmente compuesto por los propios emprendedores (de preferencia aquellos que también ocupen los cargos de gerente general o algún otro cargo ejecutivo dentro de la *startup*) y quizás un director independiente que provea esa experiencia adicional en un área específica con la que no cuentan los emprendedores. Conforme vayan levantando capital, el número de directores podrá irse expandiendo, para dar cabida a inversionistas más sofisticados que necesariamente requerirán participación en el directorio como condición para invertir (por ejemplo, inversionistas ángeles sofisticados o agrupados, y los fondos de *venture capital*).

En la medida que los inversionistas tendrán una participación minoritaria en el directorio, muchas veces se negocia la inclusión de derechos de supermayoría en términos similares a los regulados para la junta general, que resultarán aplicables para la adopción de decisiones fundamentales a nivel de directorio.

En caso no se les otorgue un puesto en el directorio, muchas veces los inversionistas ángeles negociarán el derecho a tener un sitio como «observadores». Dicha condición les confiere el derecho a asistir a las sesiones de directorio con derecho a voz pero sin derecho a voto, así como el derecho a recibir la información financiera y de otra clase que es otorgada a los directores.

La composición del directorio estará finalmente sujeta a negociación, entrando a tallar el monto invertido, el número de inversionistas participantes en la ronda (y en la *startup* en general), el nivel de control buscado, y el nivel de comodidad de los emprendedores de conferir dicho espacio.

iii. Derechos de información

Los inversionistas ángeles usualmente requerirán establecer un derecho que les permita obtener cierta información financiera, y de otra índole, así como el derecho a revisar los distintos libros y registros de la *startup*. El *term sheet* establecerá para ello, por ejemplo, la obligación de la *startup* de proveer los estados financieros de manera anual, trimestral y/o mensual, así como el presupuesto anual o plan de negocios.

⁶ El número de directores debe ser un número fijo o variable entre un número mínimo y máximo. En ningún caso, el número de directores deberá ser inferior a tres, de acuerdo a lo establecido en el artículo 156° de la LGS.

Al respecto, en el Perú los inversionistas tendrán, adicionalmente a los derechos de información adicionales que puedan ser incluidos en el *term sheet*, aquellos derechos mínimos o esenciales de información ya previstos por la LGS para todo accionista de una sociedad anónima peruana.

Es importante tener en consideración que los derechos de información son derechos que ayudan a generar una buena relación con los inversionistas y su otorgamiento no representa mayor dificultad para los emprendedores, razón por lo cual no debería requerir mayor negociación. Sin embargo, es importante tener en cuenta, que los inversionistas no deberán exigir la inclusión de derechos de información que requieran una producción de documentos que pueda resultar demasiado trabajosa y demande mucho tiempo de los emprendedores, puesto que ello podría desconcentrarlos de la gestión propia de la *startup*.

iv. Derecho de suscripción preferente, derechos de adquisición preferente y derecho de venta conjunta

Todos estos derechos otorgan cierto control a los inversionistas respecto a transacciones u actos que involucren el capital social de la *startup*.

El derecho de suscripción preferente está ligado a la adquisición de nuevas acciones emitidas por la propia *startup*, puesto que otorga al inversionista el derecho a participar en futuras rondas de financiamiento. En este sentido, si a la *startup* le va bien, los inversionistas actuales tendrán el derecho de incrementar su inversión. En el caso de jurisdicciones como los Estados Unidos de América, este derecho de suscripción preferente tiene que ser otorgado expresamente para existir, y en algunos casos no es otorgado en etapas tempranas como las rondas de capital semilla, y de ser otorgado, usualmente es otorgado a inversionistas ángeles que suscriban una participación no menor a la mínima establecida para tal efecto (conocidos en inglés como *major investors*), o se otorga sujeto a ciertas restricciones (por ejemplo, el hecho que pueda quedar sin efecto en caso no haya sido usado por los inversionistas en cada una de las rondas subsecuentes).

Bajo las leyes peruanas, todos los accionistas de una sociedad tienen por defecto este derecho de suscripción preferente, encontrándose reconocido en el artículo 207° de la LGS, el cual establece el derecho de los accionistas a suscribir a prorrata de su participación accionaria las acciones que se creen en el marco de aumentos de capital por nuevos aportes.

El derecho de adquisición preferente y el derecho de venta conjunta (conocido en inglés como *co-sale right* o *tag-along right*) están por el contrario ligados a una venta secundaria de acciones, transferidas por el emprendedor (o por accionistas mayoritarios), y son derechos que van de la mano.

En virtud al derecho de adquisición preferente, para que un emprendedor o un accionista mayoritario (que no tenga una restricción temporal para vender sus acciones) pueda vender o transferir por otro medio sus acciones a un tercero, primero deberá ofrecerlas a los inversionistas de la *startup* quienes podrán adquirir dichas acciones de manera preferente.

Adicionalmente, usualmente se establece que en caso este derecho preferente no sea ejercido por los inversionistas, dicho derecho de preferencia podrá ser ejercido por la propia *startup*. Ello permite a los inversionistas incrementar su participación accionaria y evitar que terceros desconocidos ingresen como accionistas de la *startup*.

Bajo las leyes peruanas, todos los accionistas de una sociedad anónima cerrada tienen por defecto este derecho, encontrándose reconocido en el artículo 237° de la LGS, salvo que el estatuto de la sociedad lo haya suprimido. Asimismo, dicho derecho puede ser perfectamente incorporado en el estatuto de una sociedad anónima regular.

No obstante lo antes señalado, podría darse el caso que los inversionistas no deseen comprar las acciones adicionales, porque podría ser que a la *startup* no le esté yendo tan bien como se esperaba. Es para estos casos que el inversionista busca incluir adicionalmente al derecho de adquisición preferente, un derecho de venta conjunta, que otorgue a los inversionistas, ante una oferta de compra por parte de un tercero, el derecho de integrarse a dicha oferta y vender a prorrata su participación social junto con el emprendedor o accionista mayoritario transferente, en las mismas condiciones de la oferta del tercero. Este derecho protege a los inversionistas en el caso que la performance de la *startup* no haya sido óptima, puesto que asegura que nadie pueda hacer líquida su participación accionaria antes que ellos.

v. Derecho de arrastre

Finalmente, un derecho vinculado al control sobre la posible salida de la inversión a través de un evento de liquidez, es el derecho de arrastre (conocido en inglés como *drag-along right*) que facilita que la venta de la *startup* pueda ser realizada sin demora, al evitar que los accionistas minoritarios puedan bloquear la operación de venta.

Este derecho generalmente se establece en beneficio de los accionistas mayoritarios de la *startup*, mayoría que durante la etapa temprana se encuentra concentrada en manos de los emprendedores. A través del mismo se establece que ante la existencia de una oferta de compra por el 100% de las acciones de la *startup*, los accionistas mayoritarios o grupo controlador podrán obligar al resto de los accionistas a vender sus participaciones en los mismos términos en que estos lo están haciendo. Este derecho puede ser establecido con ciertos matices que impidan que un grupo pueda simplemente imponer al otro la venta. Para tal fin puede exigirse que la decisión de venta esté respaldada por todos los grupos específicos de accionistas (por ejemplo, por un porcentaje que represente a la mayoría de los emprendedores tenedores de las acciones comunes y por una mayoría de los inversionistas, tenedores de las distintas series de acciones preferentes).

VII. Conclusiones

Si bien todavía nos encontramos en una etapa temprana, y aunque probablemente tardaremos aún unos pocos años más para ver sus frutos, se espera que el ecosistema emprendedor traiga, al igual que en otros países, muchos aspectos positivos para el Perú, tales como una mejora importante de la competitividad, el fomento a la creación de nueva tecnología y una contribución a la generación de empleo de alta calidad e incremento de la recaudación fiscal.

Asimismo, otro factor importante del aporte de la *startups* al desarrollo del país es que éstas no generan únicamente una transformación a nivel económico, sino también una transformación a nivel cultural. Y eso lo vemos reflejado en el cada vez mayor número de jóvenes peruanos que apuestan por crear sus propias compañías e intentar hacer realidad sus sueños e ideas, en lugar de trabajar para otros.

El reto como país es claro. El gobierno peruano debe apostar por fortalecer el desarrollo y crecimiento del ecosistema emprendedor y promover regulaciones que la apoyen, a fin de destrabar y agilizar su actividad.

Pero los abogados podemos también contribuir con el fortalecimiento del ecosistema emprendedor peruano desde nuestro rol de asesores legales. Y una forma de hacerlo es ayudando a las partes involucradas a negociar y acordar términos y condiciones justos y equitativos que contribuyan a mantener el principio básico de alineación de intereses de emprendedores e inversionistas, y fomenten como consecuencia de ello, el desarrollo exitoso de las *startups*.

En este sentido, parte de la labor del abogado como asesor legal de la transacción es la de contribuir a estructurar un *term sheet* equilibrado para ambas partes, a fin de que los intereses de cada una de ellas se encuentren razonablemente satisfecho. Para ello, los abogados deberán entender y saber manejar las expectativas y necesidades de emprendedores e inversionistas, a fin de permitir a las partes convertirse en verdaderos socios en el negocio; pero también deberán ser capaces de dar respuesta a situaciones jurídicamente no reguladas y adaptar al derecho peruano fórmulas jurídicas comunes en otros países con legislaciones más avanzadas en materia de levantamiento de capital para el financiamiento de *startups*. Esperamos que el presente artículo pueda servir como una herramienta más que contribuya a dichos fines en beneficio del ecosistema emprendedor peruano, y de todas las partes involucradas en el mismo.