

# **UNIVERSIDAD DEL CEMA**

## ***MAESTRIA EN FINANZAS***

*EL CONTRATO DE VENTURE CAPITAL*

*AUTOR: ENRIQUE MARIANO GARDA OLACIREGUI*

# EL CONTRATO DE VENTURE CAPITAL

## I.- EL CONTRATO DE VENTURE CAPITAL - SU NECESIDAD y CONVENIENCIA

Algunas firmas no pueden obtener conveniente financiación bancaria o del mercado de capitales porque no están preparadas para responder satisfactoriamente a las preguntas de los especialistas.

Estas firmas, por las razones que se expondrán, solo pueden obtener financiación a alta tasa de interés, de acuerdo a la opinión de los analistas, quienes se manejan con la información general de los respectivos mercados.

Sin embargo, la firma de que se trata puede tener excelentes proyectos con valor de retorno positivo, pero puede carecer de capital propio y también del perfil requerido para obtener la financiación más barata.

Si la firma en cuestión acepta la financiación cara que le ofrece el sistema financiero o el mercado de capitales, resignaría anticipadamente parte de su ganancia que iría a los prestamistas, que creen que están cobrando lo justo.

Además, tomar capital a alta tasa de interés puede ocasionarle otro tipo de males, como que sus accionistas pidan mayores dividendos porque suponen que existe mayor riesgo, y/o que sus proveedores, por el mismo motivo, corten el crédito o pidan más compensación.

Es por ello que un capitalista que esté dispuesto a estudiar el caso, y a analizar exhaustivamente el proyecto, y también a la firma y a sus gerentes, podría ofrecer, junto con su conclusión de que el proyecto es viable, una financiación que fuera ventajosa para evitar la alternativa del mercado de capitales o financiero.

Este inversor debería superar los inconvenientes existentes, a saber: incertidumbre, información asimétrica, la naturaleza de los activos de la firma y las condiciones que ofrecen los mercados.

Solucionaría el problema de la incertidumbre sobre la viabilidad del proyecto mediante su estudio y análisis especializado. Trataría de superar el problema de información asimétrica proponiendo una financiación entregada por etapas, y sujeta a la condición de que el proyecto se encuentre con el avance estipulado, de manera de evitar aplicación de fondos a otro destino, o inconducta de los managers. Solucionaría el problema de la naturaleza tangible o intangible de los activos de la firma, mediante su decisión de financiar el proyecto que considera de retorno positivo, y para cubrir todo riesgo, pediría garantía.

A cambio, habrá conseguido colocar un director y recibido acciones preferidas convertibles para asegurarse el beneficio, y también la salida, una vez terminado el período de permanencia pactado.

Tanto el empresario que puede realizar su proyecto, como el inversor que acepta financiarlo se han prestado un servicio recíproco, que redundará en beneficio de ambos.

El inversionista deberá afrontar el mayor costo de supervisar de cerca la marcha del proyecto, pero obtendrá a cambio parte del beneficio que corresponde al dueño.

El empresario que había desistido de tomar una financiación alta que le ocasionaba pérdidas, y así también había desistido de emitir acciones que el mercado pagaría menos, también se beneficiaría con el desarrollo del proyecto.

Aparecerán otros interesados que también querrán compartir el beneficio y ofrecerán participar en la financiación de las etapas pendientes de un proyecto en vías de cumplimiento.

El inversor original puede considerar atractivo diversificar su portafolio y tal vez aceptar esa suerte de sindicación de la inversión, vendiendo parte de su stock.

La situación descrita genera reactivación económica, creando riqueza y maximizando el potencial de los agentes económicos

Resulta posible afirmar que el “contrato de Venture Capital” es una alternativa adecuada para la financiación de firmas con potencial de alta tecnología y que prometen mejores retornos y ofrecen riesgos no cubiertos por sus activos tangibles. (\*)

(\*) (Conf. “ The Venture Capital Cycle” - Paul A. Gompers and Josh Lerner. The MIT Press-Cambridge, London, England. Chapter nr.6 “An overview of of Venture Capital Investing”).

Es por lo expuesto que puede producirse un encuentro en beneficio mutuo, entre el inversor que tiene capital a invertir en buenos proyectos (en general, fondos de inversión en compañías privadas), y la compañía que es una empresa activa y eficiente, que necesita capital para acceder a una franja de mercado mayor, y así multiplicar sus ganancias.

También existe un perfecto calzamiento entre la necesidad de ser financiado a medida que se va desarrollando el proyecto, y la intención de desembolsar por etapas según las necesidades reales del proyecto.

La economía en general se ve beneficiada, ya que ingresan capitales a largo plazo que se vuelcan a la producción de bienes y servicios y sólo se retiran después de producirlos, y dejando una estructura en marcha.

## II. EL CASO EN ABSTRACTO

Un profesional que representa a fondos de inversión busca una compañía que le pueda ofrecer un proyecto rentable y la posibilidad de obtener una ganancia mayor que las colocaciones que ofrece el sistema financiero. A tal fin, seleccionará una firma que sea una empresa en marcha, sin problemas internos de estructura de control. Ofrecerá a esta firma analizar la posibilidad de desarrollar un determinado proyecto, mediante la venta de acciones, lo que le dará al inversor el medio para ejercer también derechos de control.

A fin de lograr el buen fin del negocio propuesto, se deberían tratar los siguientes temas:

a) **Relaciones entre los accionistas originales y los inversores.**

Los temas que se deberían tener en cuenta son: el valor de la compañía, (en consecuencia, el porcentaje de acciones compradas con la inversión propuesta), la fórmula de salida del inversor, el control del management y términos y condiciones que hacen efectivos estos temas.

Es esencial procurarle al inversor una cláusula de salida que le permita acceder al mercado para negociar sus acciones, cuando se haya cumplido el objeto de la inversión, o haya incumplimiento que origine una exigibilidad anticipada. Para ello, se deberá listar a la compañía en el mercado de valores para que esté en condiciones de emitir la cantidad de acciones que fueran necesarias para liquidar al inversor.

También podría pactarse una opción de venta a favor del accionista originario, o de un tercero, con un precio a determinar según un procedimiento de valuación.

Es común que se pacten cláusulas que confieran derechos a los accionistas, para evitar la dilución del valor de sus acciones, para el supuesto que se pudiera disponer una política de crecimiento de capital

b) **El procedimiento a seguir.**

Dado que la inversión persigue un fin determinado, debe preceder un estudio pormenorizado de un proyecto conjunto de explotación, ya sea que el mismo haya sido propuesto por el inversor, la compañía o un tercero. Es común que el inversor requiera un memorandum de entendimiento, y antes de realizar ningún desembolso desarrolle un detallado “Due Diligence” para establecer el

grado de capacidad patrimonial para el desarrollo del proyecto, como así también las etapas de las inversiones , peligros estructurales que puedan detectarse, tales como incumplimientos de proveedores, exigibilidad anticipada de créditos, provisiones inexistentes, etc.

El memorandum de entendimiento es posible que se firme antes del Due diligence; y contemplará el monto a ser invertido, las acciones que se recibirán, el tipo de proyecto a que se aplicará , las cláusulas de salida, y las cláusulas de estilo acerca de problemas de confidencialidad, indemnidad, pasivos ocultos, dilución de intereses, etc.

Es posible que el memorandum desarrolle temas vinculados al gobierno de la compañía durante el proyecto.

c) **El acuerdo entre los accionistas**

El tema más importante es el del gobierno de la compañía, ya que el inversor necesitará asegurar que la compañía marcha hacia el desarrollo del proyecto y que no haya mala aplicación de fondos.

A tal efecto, puede pedir representación en el Directorio , y participar en todos los temas que necesitaran ser tratados en ese órgano de administración, y puede ser incorporado con facultades especiales si para ello se adecuaron los estatutos para otorgar determinados beneficios a la clase de acciones que representarán la inversión. (Ej. derechos de veto sobre determinadas cuestiones que puede ejercer el director que representa a esa clase de acciones). Usualmente se establece que ciertos temas serán expresamente decididos con el consentimiento del grupo inversor. Tales temas serían aumentos de capital, rescate de acciones, modificaciones estatutarias, cambios fundamentales en el objeto , plazo, etc., fusiones y/o reorganizaciones societarias de cualquier tipo, liquidación, y cuanto otro tema corresponda tratar por asamblea. Otros temas también sujetos a la conformidad de los inversores son de índole del manejo del directorio y podrían ser referidas a designación de autoridades y/o gerentes, cambios en el proyecto, en el presupuesto afectado, creación de derechos de garantía a favor de acreedores, venta de activos, pagos de dividendos, designación o remoción de auditores, nivel de gastos, existencia de litigios o acontecimientos externos que influyan en forma negativa sobre la

inversión,etc..

d) **Restricciones a la venta de acciones.**

Se pueden plantear los siguientes temas:

El derecho de preferencia que le da al accionista el derecho de suscribir acciones de una nueva emisión, en proporción a sus tenencias, para evitar la licuación de sus derechos frente a quienes acrezcan. (Preemptive rights).

El derecho a comprar primero, en el caso de venta a terceros, en las mismas condiciones de la oferta, o a dejar de hacerlo. (Right of first refusal).

Solamente se podrá realizar la venta de acciones una vez que todos los accionistas hayan agotado sus derechos a suscribir o comprar primero en proporción a sus tenencias, tanto sobre el total de la venta, como sobre la porción de cualquier otro que no ejerza el derecho (Derecho de acrecer). Cuando el grupo de control negocie la venta del paquete, debe incluir también a los accionistas minoritarios a pedido de éstos, para que puedan beneficiarse del mejor precio. (Tag - Along rights), evitando una carrera para ver quien vende primero.

La situación contraria ocurre cuando la mayoría tiene pactado con la minoría, que en caso de venta del paquete la minoría debe vender también en las mismas condiciones (Drag Along rights).

Uno u otro procedimiento son coercitivos para la mayoría o la minoría, según el caso, para evitar el perjuicio de la pérdida del valor de las acciones, o evitar futuros planteos sobre el control o marcha de la sociedad.

e) **Cláusulas de salida.**

Es uno de los temas centrales de la relación entre inversor y accionistas originales, y se trata de determinar previamente el procedimiento para vender las acciones al vencimiento del término prepactado de salida, sin que se provoque una pérdida de valor del precio de la acción.

Uno de los procedimientos es pactar con la compañía el desarrollo inmediato de todos los pasos necesarios para que sea autorizada la oferta pública, de manera de evitar entorpecimientos futuros por parte de los agentes.

Otras cláusulas de salida posible son los contratos de opción de venta, mediante los cuales el inversor tiene el derecho a vender a un precio predeterminado, (que

tiene en cuenta el retorno esperado), al accionista o a cualquier tercero. Cuando se pacte una cláusula de salida que contemple una emisión de acciones a ser ofrecida por oferta pública, además de predeterminar los procedimientos para ser autorizados, para evitar problemas de agencia, se debe predeterminar el procedimiento elegido. Así existe la vía de incluir junto con la próxima oferta de acciones las acciones del grupo inversor, de manera que la autoridad de contralor autorice la oferta conjunta de ambos (Piggy Back) . Otra vía que se estila prepactar es la de emitir acciones a requerimiento del inversor cuando se dan los supuestos de salida, y permitir que el inversor canjee o suscriba acciones con las propias o cancele la inversión por aplicación de los fondos obtenidos. (Demand).

f) **Resolución de conflictos.**

Es prudente evitar todo riesgo legal de conflicto judicial, y para ello predeterminar el procedimiento arbitral, es un camino idóneo.

g) **Modificación de estatutos.**

Para instrumentar los derechos que las partes se hayan concedido, se necesitará modificar los estatutos en materias tales como la clase de acciones que se le entregará al inversor, los derechos de elección de directores que corresponden a esta clase, el voto necesario del inversor para ciertos asuntos, ya sea a tratarse en directorio o asamblea, etc.

h) **Contrato de compraventa de acciones.**

Contendrá tanto el precio de la inversión, como las cláusulas de salida, y todos los covenants que obligan a los vendedores a garantizar la existencia y legitimidad del paquete de acciones vendidas, como así también la integridad del estado de situación patrimonial declarado como real y existente, y las cláusulas de garantía por eventuales diferencias. (\*)

(\*) *Mayer Brown and Platt: "Private Equity Investment in Latin America-A Market Update" - November 1999.*



### **III. EL CASO CONCRETO**

#### **- UNA OPERACIÓN EN MARCHA**

En Argentina se ha desarrollado el mercado de Venture Capital con operaciones ya celebradas y en vía de ejecución, que vinculan a las partes en un mismo proyecto.

A tal fin, se han establecido los instrumentos clásicos para este tipo de contrataciones, que contienen normas sobre la estructura de propiedad, la estructura de control, los eventuales problemas de agencia y de información asimétrica.

El caso que se analiza, ha quedado instrumentado de la siguiente manera:

#### **III.a) MEMORANDUM DE ENTENDIMIENTO**

Comparecen el accionista y el Fondo de Inversión. Se trata de determinar las bases para que el Fondo de Inversión analice su participación en un negocio conjunto.

En los antecedentes se menciona que la sociedad receptora de la inversión está legítimamente constituida e inscripta, y que el accionista es titular de las acciones que declara.

Se menciona la actividad y la posición en el mercado de la sociedad, y la intención del accionista de vender parte de su paquete accionario al inversor, aportar el precio a cuenta de futuras emisiones, y permanecer en la sociedad como accionista mayoritario.

El memorandum tiene por objeto analizar la conveniencia conjunta de realizar un proyecto en las condiciones que se detallan.

**1.a) Valuación.** Las partes de común acuerdo declaran que convienen un valor total de las acciones de la sociedad en una suma de varios millones, y aclaran que tal cifra está sujeta a los ajustes que correspondan por el resultado del Due Diligence a realizarse.

A la parte proporcional a comprar se le asigna el precio proporcional. Se establece expresamente que si la sociedad receptora incumpliera en alguna medida el “Plan de negocios” estipulado en documentación adjunta, será de aplicación un mecanismo de ajuste del precio, mediante el cual tal vez el accionista tenga que devolver parte del precio que haya recibido del Fondo de Inversión, y en garantía de esta obligación se obliga a preñar acciones de su propiedad.

La suma que corresponde como precio del paquete que se compra será pagada al contado al accionista contra transferencia de las acciones, en el acto de suscribirse los contratos y documentos, y se aportará a la sociedad para el cumplimiento del proyecto.

1.b) **Procedimiento.** Se pactan como condiciones precedentes un **Due Diligence** y una **auditoría** de la firma a realizarse antes de los 20 días corridos contados desde el día de la firma del memorandum.

El Due Diligence será completísimo sobre materia contable, fiscal, previsional y jurídica.

Cumplido el Due Diligence y la auditoría a satisfacción del inversor, correrá un plazo para que éste comunique su decisión de comprar o no hacerlo. Si se decide celebrar el negocio, el Memorandum de Entendimiento establece que se firmará:

i) un **Contrato de Compraventa de Acciones** con las cláusulas de estilo, donde constará el resultado del Due Diligence, la transmisión de las acciones, el precio pagado y el mecanismo de ajuste del precio, con especial referencia al cumplimiento del Plan de Negocios.

ii) Un **Convenio de Accionistas**, que contiene los siguientes temas: ii.1) un procedimiento de **venta de acciones** para el caso que el inversor decida enajenar su tenencia accionaria. A tal fin también se pacta dar conformidad a la reforma estatutaria para que tal mecanismo conste en el estatuto. Se garantizará el nombramiento de un director por parte del Fondo de Inversión; ii.2) **reforma estatutaria** pertinente para establecer clases de acciones que garanticen este derecho. La necesidad de contar con la conformidad del Fondo de Inversión y del accionista originario para obtener ii.3) **resoluciones de asamblea** sobre aumento de capital, fusión, escisión, adquisición o venta de inmuebles,

constitución de gravámenes, modificación del capital social, la distribución o retención de dividendos diferente del porcentaje que se pacta.

Así también se acuerdan temas vinculados a la remuneración del Directorio, la emisión de debentures u obligaciones negociables, el ingreso al régimen de oferta pública de acciones u otros títulos. El Fondo de Inversión tiene la facultad de pedir que estos temas se instrumenten estatutariamente. Así también se pacta que se necesitará la aprobación del Fondo Inversor o de los directores elegidos para tomar ii.4) **resoluciones de directorio** por las que se resuelva: la aprobación o modificación del Plan de Negocios, que la sociedad se endeude por encima de lo aprobado en el Plan de Negocios, la adquisición de activos, o su enajenación, o la constitución de gravámenes, la designación, remoción y remuneración de los gerentes e integrantes del management. Así también resoluciones sobre la concreción de cualquier negocio con personas vinculadas a los accionistas, o emprender nuevos negocios no vinculados con la actividad principal.

El grupo inversor podrá elegir que éstos derechos se instrumenten en los estatutos sociales.-

Otro punto a tener en cuenta es el derecho de (ii.5) **compra preferente de acciones**, cuando cualquiera de los accionistas quieran vender sus acciones.

El derecho de preferencia no será aplicable cuando sea el grupo inversor el que quiere transmitir sus acciones a cualquier título a otra sociedad o a un tercero. .

Se obligará a la compañía a que brinde (ii.6) **información periódica** mediante confección de balances y realización de auditorías.

ii.7) Así también las sanciones por incumplimiento y las garantías necesarias para la efectividad de estos puntos.

Es importante el pacto sobre la (ii.8) **ley aplicable** y la **jurisdicción** para evitar cuestiones al respecto.

Es también práctico que se pacte un procedimiento de (ii.9) **solución arbitral** de conflictos para minimizar costos y el llamado riesgo judicial.

Se pacta que tal resolución que ponga fin al conflicto será inapelable.

Se establece el derecho de (ii.10) **exclusividad** que tiene el grupo inversor hasta que manifieste su voluntad de comprar, por lo que la sociedad no podrá iniciar negociaciones con terceros.

ii.11) Todos los honorarios y gastos son a cargo de la sociedad que recibe la inversión. Ambas partes se comprometen a mantener la (ii.12) **confidencialidad**, y designan las personas que tendrán acceso a la documentación.

Con estos temas finaliza el llamado Memorandum de Entendimiento, que rige desde su firma hasta que se terminen el Due Diligence y la Auditoría a satisfacción del Grupo Inversor, y en consecuencia se decida firmar la documentación que se detalla en los puntos siguientes.

### **III. b) EL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE ACCIONES.**

Atento a que ambas partes están ya de acuerdo sobre todos los elementos esenciales tales como el valor de la compañía, al número de acciones a comprar y el precio de las mismas, se firma el contrato de Compraventa de Acciones.

El accionista y el grupo inversor pactan la venta de un 30% del paquete accionario.

Se menciona el Memorandum de Entendimiento para realizar esta compraventa, y el Due Diligence que era la condición precedente.

Así se acuerda entonces y de común acuerdo que el accionista venda, ceda y transfiera al Grupo Inversor la cantidad de acciones representativas del 30% del capital social, y con el 30% de los votos, cuyo detalle se indica en el anexo.

Ambas partes suscriben las comunicaciones pertinentes a la sociedad emisora para que tome nota del cambio de propiedad.

Se pacta el precio y el mecanismo de ajuste al que está sujeto.

Se menciona que el pago íntegro es hecho en este momento, y que se aporta a la sociedad en forma irrevocable y a cuenta de futuros aumentos de capital.

El ajuste de precio consiste en que se confeccionarán balances especiales los días 31 de diciembre de cada año, y se determinará en base a ellos el monto de las utilidades de la sociedad, antes de impuestos, y tal suma será denominada “*TARGET PROFIT REAL*”, que se comparará con el “*TARGET PROFIT ESTIMADO*”.

El target profit estimado es el que surge de una escala de ganancias esperadas por año.

Si no se alcanzara el target profit estimado, el precio ya pagado disminuirá en proporción a la diferencia con el target profit real. Por ello, si la diferencia fuera del

30%, se deberá devolver el 30% del precio dentro de los 15 días de conocida la diferencia según el informe del auditor actuante.

A efectos de garantizar la devolución del precio, el grupo inversor exige y recibe una **prenda** sobre las demás acciones que mantiene en propiedad el accionista vendedor.

El accionista garantiza en especial la **inexistencia de pasivo** alguno que no haya sido evidenciado en la contabilidad, incluyendo pasivos fiscales, y toma a su exclusivo cargo la totalidad de los pasivos no contabilizados, incluyendo los eventuales y contingentes de cualquier tipo que tuvieran una causa anterior a la fecha del contrato.

El accionista vendedor se obliga a realizar sus mejores esfuerzos para que la asamblea de accionistas de la sociedad vote la suspensión o limitación del ejercicio del derecho de suscripción preferente de nuevas acciones cuando se decida un aumento de capital.

Así también garantiza la legitimidad de todas sus relaciones laborales y aportes de seguridad social y el pleno cumplimiento de las normas vigentes.

Así también en lo referente a la vigencia de los seguros e integridad de los bienes que integran sus activos.

Declara que no conoce ningún cambio material adverso que pueda alterar la situación patrimonial.

Se pacta la ley aplicable y un procedimiento de arbitraje para dirimir todo eventual conflicto.

### **III. c) ACUERDO DE ACCIONISTAS.**

Conjuntamente con el contrato de compraventa de acciones se acuerdan las reglas de gobierno corporativo, mediante los siguientes pactos:

- a) **Procedimiento para la Venta de Acciones.** Se establece que se reformará el estatuto, con el voto a favor de todos los accionistas, de manera de determinar que ninguno de ellos podrá vender acciones sin el consentimiento de los demás (salvo los mecanismos aceptados de Tag along y Drag along).

Toda violación a esta restricción se considerará incumplimiento y dará lugar a la aplicación de las cláusulas de salida y daños y perjuicios. Se pacta expresamente que si cualquier accionista recibiera una oferta de compra,

deberá dar noticia a los demás accionistas. Estos tendrán el derecho, pero no la obligación, de igualar la oferta y comprar en proporción a sus tenencias, dentro del término prefijado. También los accionistas interesados podrán comprar lo que otros accionistas no compren, manteniendo su proporción, otorgándose un período adicional al respecto. (30 días y 15 días adicionales) (**Right of First Refusal**). Si las acciones no son compradas por los demás accionistas en las condiciones de la oferta, dentro del período, podrán ser vendidas al comprador que hizo la oferta originaria. Si el comprador no fuere un accionista, deberá firmar el acuerdo de accionistas, como condición de la compraventa, y previo a registrarse su compra en los libros de la sociedad.

Para el eventual caso que los accionistas que no recibieron la oferta cuestionaran el precio de la misma, el valor de la acción lo determinará un Banco de Inversión, y la venta deberá hacerse al valor que surja de la mencionada tasación, o al ofrecido, según el caso.

Los accionistas que no ejercieran sus derechos de compra pueden ser incluídos en la venta por ejercicio de los mecanismos de Tag Along y Drag Along. El inversor puede pedir el registro de la firma para ofertar públicamente acciones, y demandar se incluyan sus acciones en cualquier oferta que se haga, u ofrecer las acciones a un tercero al precio de valor libro ajustado que fijaría un banco de inversión.

**b) Restricciones Estatutarias.**

Se citará a una asamblea extraordinaria que disponga como modificación de los estatutos que cada acción emitida tendrá una leyenda que diga: *“Las acciones representadas por este título se mantienen de acuerdo a, y su transferencia está limitada por, los Estatutos de la Sociedad. Ninguna transferencia de acciones será válida si no se realiza de conformidad con las disposiciones de este Estatuto”*. Se resolverá que se emitirán diferentes clases de acciones A y B. (Para el accionista originario y para el inversor).

**c) Indemnización.**

Se establece que la compañía indemnizará a quienes sufran algún daño por el ejercicio de las funciones de director o gerente, si ha actuado de buena fe y en

defensa de los derechos de la compañía.

d) **Reforma de Estatutos.**

Dentro de los 30 días se llamará a Asamblea Extraordinaria, para reformar el estatuto de manera que permita emitir acciones clases A y B, con directores por cada clase, los procedimientos para garantizar los derechos del first refusal, la inserción de la leyenda en los certificados y títulos de las acciones, y las mayorías especiales

e) **Directorio.**

El cuerpo del directorio consistirá en 5 directores titulares y 5 suplentes, con duración de un año en sus mandatos. Tres directores y tres suplentes serán elegidos por la clase A (70%) y 2 directores y 2 suplentes por la clase B (30% Inversor). El voto de la mayoría será la voluntad del Directorio, pero se requerirá un mínimo de 4 votos para: 1) Elegir el gerente general y removerlo, salvo grave incumplimiento de sus deberes, en cuyo caso no se necesitará mayoría especial; 2) Aceptar cualquier contrato o actividad definida como acto de riesgo. Se necesitarán los 5 votos de los directores para: 1) Adquisición de otras compañías; 2) Endeudar a la compañía más allá que el límite establecido para el desarrollo del plan de negocios; 3) Enmienda del Plan de Negocios; 4) Constitución de derechos reales o venta de inmuebles; 5) Designación o remoción de gerentes.

f) **Asamblea.**

Para las siguientes decisiones de la Compañía, se necesita el voto a favor de acciones que representen el 76%. Considerando que el Grupo Inversor tiene el 30%, tiene derecho de veto, o dicho de otra manera, el accionista originario necesitará su conformidad. Estos temas son: 1) emisión de acciones, sean ordinarias o preferidas, convertibles o no; 2) Cualquier decisión que impida el pago de dividendos en efectivo; 3) Cualquier decisión de listar acciones en algún mercado de títulos valores del país o del exterior; 4) Disolución o liquidación de la compañía; 6) Reducción de capital; 7) Cambio del objeto social.

g) **Aumentos de Capital.**

Rigen plenamente los derechos de preferencia y acrecer, no obstante que el quorum y número de votos exigido sea el 76%. En caso que el precio del valor libro fuere

cuestionado por los accionistas, se establecerá el precio de emisión de la nueva acción, por medio de una tasación que realice un Banco de Inversión.

h) **Política de Dividendos.**

No se repartirán dividendos durante los 2 primeros años y después se seguirá el siguiente orden de aplicación de las ganancias: Pérdidas de ejercicios anteriores, reservas legales, gastos de auditores, otros destinos legales, y el remanente a los dividendos, según se decida, teniendo en cuenta las necesidades de capital de trabajo.

i) **Endeudamiento de la compañía.**

Se establece un orden de prioridades, de manera que primero se recurra a los bancos; a tal fin los accionistas se comprometerán a facilitar garantías personales, si fueran requeridas, o se obligan a preñar en su caso las acciones.

j) **Reglas de Control Externo.**

Se designará un auditor externo que auditará, a costo de la compañía, todos los libros donde se contabilicen todas las operaciones.

Todas las operaciones deberán ser contabilizadas, de conformidad con los principios aplicables que rigen la materia.

k) **Compromisos de no Competir.**

El accionista se compromete por sí y por sus afiliados a no realizar actividad en competencia con la sociedad por un período de diez años a contar desde la fecha, tanto por sí como por terceros, o indirectamente como director.

l) **Terminación.**

Se podrá dejar sin efecto el presente por mutuo acuerdo, o por disolución de la Compañía y su consiguiente liquidación, o por cualquiera de las partes si hay concurso de la otra, o llamamiento a acuerdo colectivo de acreedores para refinanciación de deudas.

m) **Arbitraje.**

Se pacta un mecanismo de arbitraje ante el Tribunal Arbitral General de la Bolsa de



Comercio.

Se establece que el arbitraje será vinculante, obligatorio y no apelable.

#### IV. CONSIDERACIONES.

Se ha determinado la necesidad y conveniencia de considerar al llamado Venture Capital como una alternativa eficiente para desarrollar proyectos que generen creación de valor para la empresa, sus accionistas, y la economía en general.

Se han señalado los mecanismos que mantendrán unidas a la partes hasta la consecución de un proyecto común, tal vez entre cinco o diez años.

Entre los temas más importantes, están: la determinación de la capacidad de la firma para desarrollar el proyecto, el proyecto y su plan de desarrollo, la suma de capital a aplicar al mismo, si al contado o por etapas, quienes serán los guardianes de ese dinero, ya sean directores a cargo de los negocios o auditores que monitorean desde afuera, (o ambos), y por último el sistema de salida y sus contingencias, ya que se debe asignar un precio que asegure el retorno esperado, y/o salir con rapidez cuando sea el momento de liquidar la inversión.

Se ha analizado cómo una firma argentina que constituye una unidad de producción en marcha, fue seleccionada por un grupo inversor internacional, iniciaron las conversaciones necesarias para producir un entendimiento, constituyeron las bases de un negocio común, determinaron la inversión a realizar y su proporción con respecto al valor de la compañía. Establecieron que la compra de las acciones y la entrega del capital para la inversión estaría condicionada a que un Due Diligence diera seguridad al inversor sobre la solidez de la estructura empresarial, y la inexistencia de otros pasivos que los declarados. Se analizó cómo se tuvo por cumplida la etapa de las condiciones precedentes, y cómo se procedió a dar comienzo al emprendimiento común. A tal fin se consideró el contrato de compraventa de acciones, con un precio pagado al contado, pero con un sistema de ajuste, de manera que el accionista vendedor debía aplicar los fondos a un determinado y aprobado "Plan de Negocios" que debía alcanzar una ganancia esperada. En caso que esto no sucediera, se debía reintegrar al inversor un porcentaje igual a la diferencia negativa entre lo esperado y lo realizado.

Llama la atención que se haya elegido la vía de **compra de acciones** al accionista, y **no suscripción de acciones** de la sociedad beneficiaria, porque la sociedad

aplicaría el dinero al plan de negocios, pero el accionista debe ingresarlo a la sociedad como aporte irrevocable de capital a cuenta de futura emisión de acciones, y no como préstamo, ya que no podría tener preferencia de cobro sobre el inversor.

La mayoría del capital permaneció en manos del accionista original y el inversor sólo tiene el 30%.

El hecho de que el desembolso debía hacerse en un sólo acto, llevó a desarrollar una estructura de control y acceso a la información sumamente interesante.

No se utilizó el sistema de desembolso en etapas porque la naturaleza de los negocios exigía tal desembolso al contado. Se solicitó una prenda sobre el resto del paquete, la que también aseguraba el íntegro cumplimiento de los pactos afirmativos y negativos.

La estructura de control llevó al grupo inversor a contar con dos directores titulares (y dos suplentes) sobre cinco, pero también a contar con un pacto de accionistas que aseguraba bajo pena de liquidación de la inversión, el pleno cumplimiento del plan de negocios (Target Profit).

Se trata de una fuerte estructura de control que asegura al inversor el logro del objetivo, salvo complicaciones externas.

Esta estructura de control, en el caso analizado, se complementa bien con una muy completa previsión para asegurar la salida, ya sea anticipada o al cabo de la consecución del objeto.

A tal efecto es claro y efectivo el mecanismo de tag along, que posibilita al socio minoritario a participar de los beneficios de la venta del paquete de control.

También se pactó su contracara, o sea, el derecho de la mayoría de obligar a vender al minoritario que no cuestionó el precio. (Drag along).

El mecanismo de cuestionamiento del precio ofrecido por el tercero que quiera comprar el paquete, también es una normativa prudente, porque evita precios simulados, y si se cuestiona, lo fija un Banco de Inversión, teniendo en cuenta el valor de mercado de los inmuebles y los retornos actuales esperados de los proyectos en gestión.

La posibilidad de recupero del capital y la ganancia esperada está firmemente asegurada por el derecho a que se registren las acciones para ofrecerlas públicamente, a simple demanda del inversor, obligación que si es incumplida produce la caducidad de los plazos del acuerdo (Demand).

Así también se pactó el derecho del inversor a incluir sus acciones en cualquier oferta pública que realice la firma (Piggy Back).

Complementa el cuadro el derecho que tiene el inversor de ofrecer en venta su paquete a un tercero al precio que surja de aplicar un mecanismo de tasación, según un banco de inversión, pactándose que en este caso no rige el derecho de preferencia. Esto que puede ser una debilidad para quien recibe la inversión, no lo es para el grupo inversor. Sin embargo, puede el accionista mayoritario ejercer el derecho de igualar la propuesta ( Right of first refusal).

Se debe destacar la buena estructura de salida.

En definitiva se trata de un contrato de estilo para este tipo de operaciones y que cumple con todos los términos y condiciones necesarias para asignar la debida contraprestación en acciones, su aplicación al plan de negocios, la información necesaria, el control interno y externo, y la salida con rapidez si fuera necesario.

## **CONCLUSIONES.**

Desde el punto de vista de la creación de riqueza, se debería facilitar todos aquellos medios aptos para lograrla, y entre ellos tiene un lugar destacado el Venture Capital.

Estructuras jurídicas bien fundadas como la analizada, ayudan a que el inversor se sienta cómodo y al beneficiario de la inversión a cumplir con todas sus obligaciones.

Convendría difundir las ventajas y beneficios del Venture Capital, que se han destacado en este trabajo a efectos de que se tengan como alternativa, en situaciones en que la opción de mantener en marcha una empresa se presenta como la alternativa a liquidarla o dejar de lado un proyecto rentable.

Existen situaciones de empresas en estado de concurso que se enfrentan al problema de los llamados costos indirectos de la insolvencia (financial slack), donde ninguna financiación recibirían, ni por vía de acciones ni como deuda, y además los acreedores se opondrán a cualquier proyecto que impida aplicar el dinero a pagar parte de sus deudas, y los accionistas originales ya no encontrarán incentivo para esforzarse.

Es en este marco donde un especialista podría descubrir la potencialidad de la empresa y proponer el negocio conjunto por vía del contrato de venture capital, siempre y cuando encuentre un marco jurídico apropiado que le permita adquirir acciones, aplicar el capital al plan de negocios aprobado, controlar la marcha del proyecto, y asegurar el retorno del capital con la ganancia esperada, pudiendo así crear riqueza que redundará también en beneficio de los acreedores.

Dentro de la nueva ley de concursos existe la posibilidad de proponer a todos los acreedores, un proyecto que explique la alternativa expuesta, y permita crear riqueza. En este caso los acreedores originales deberán posponer su grado de preferencia, para permitir que el inversor aplique capital al negocio y pueda retirarlo en forma preferente con las ganancias pactadas, dejando como beneficio una empresa en marcha, capaz de dar mayores beneficios y pagar sus pasivos. Una conveniencia extra, es que antes del retiro del inversor los acreedores ya verán un beneficio periódico, si así se pacta. (Por ejemplo, repartir las ganancias del ejercicio que no deban ser reinvertidas).

Se puede concluir que existe el marco jurídico adecuado, y también la solución económica, solo faltaría en consecuencia trabajar sobre el caso concreto, buscando que los empresarios en dificultades económicas y en situación concursal (o en vísperas),

se encuentren con el inversor interesado, para que comience el diálogo que llevará a esbozar un plan de negocios, con una rentabilidad esperada, un mecanismo de ingreso de los fondos , un mecanismo de control, un sistema de garantías , un mecanismo de salida .(\*)

Los bancos de inversión, o los departamentos de inversión de los bancos comerciales tienen equipos de trabajo que son capaces de analizar el caso, y ofrecer planes de negocios con rentabilidad suficiente, y una estructura jurídica que podrá ser creadora de riqueza.

Los empresarios en dificultades deberán considerar esta alternativa , ya que de existir, supera la de oposición de intereses entre acreedores y accionistas, y ayuda a desarrollar un proyecto común que une a accionistas, acreedores e inversores.

(\*)De las cláusulas vigentes en distintos contratos actuales en nuestra plaza financiera, se ha elegido la siguiente, como más completa:

*“Las partes reconocen que por la naturaleza del Grupo Inversor., éste realiza inversiones por horizontes de tiempo limitados. Por eso se establece el siguiente procedimiento para la venta de acciones:*

*A partir de ..... y cuando lo considere oportuno, el grupo inversor podrá notificar a los accionistas su intención de vender las acciones de la compañía. A tal efecto la compañía procederá a solicitar una valuación independiente a ser realizada por un tercero de reconocida trayectoria en esta tarea, designado de común acuerdo entre el Grupo Inversor y los accionistas. Una vez en poder de dicha valuación, el Grupo Inversor podrá ofrecer las acciones en venta a dicho valor a los accionistas. Los accionistas tendrán, durante un plazo de 60 días, un derecho de primera opción para adquirir dichas acciones al referido precio. Si transcurrido dicho plazo no hicieran uso de la opción, el Grupo Inversor tendrá derecho a vender dichas acciones a un tercero (a un precio no menor al ofrecido a los accionistas). Si transcurridos los 60 días el Grupo Inversor no encontrara interesados en adquirir sus acciones, entonces los accionistas se obligan irrevocablemente a ofrecer en venta juntamente con el Grupo Inversor, y en las mismas condiciones, la cantidad de acciones suficientes para que sumadas a las del Grupo Inversor representen por lo menos el 50,1% del capital con derecho a voto de la compañía. Si transcurridos 90 días de ésta última alternativa no se encontraran interesados en adquirir las acciones en venta, un Banco de Inversión recibirá instrucciones para realizar una licitación privada por el 100% de las acciones con ofertas bajo sobre cerrado. Las partes podrán hacer ofertas en esta licitación en las mismas condiciones que cualquier tercero”.*

## BIBLIOGRAFÍA

- Paul A.Gompers/Josh Lerner*      **“THE VENTURE CAPITAL CICLE”-  
The MIT Press- Cambridge –London.  
(Escrito entregado por la Cátedra)**
- Meyer Brown & Platt*      **“PRIVATE EQUITY INVESTMENT IN LATIN AMERICA - A  
MARKET UPDATE”.  
(Escrito circularizado a clientes) –Nov.1999**
- David Gladstone*      **“VENTURE CAPITAL HANDBOOK”  
Prentice Hall –A Division of Simon &Schuster  
Englewood Cliffs. New Jersey 07632. (1988)**
- A. David Silver*      **“VENTURE CAPITAL-The complete guide for investors”  
A Ronald Press Publication. John Wiley &Sons. 1985, NY.  
(HG4751.855.1985)**
- William D.Bygrave-  
Jeffrey A. Timmons*      **“VENTURE CAPITAL AT THE CROSSROADS” –  
Harvard Business School Press –  
Boston, Massachusetts, 1992. (HG4751. B94, 1992)**
- Rodolfo Apreda*      **“CORPORATE GOVERNANCE”–  
Documento de Trabajo n° 154 / CEMA-Sep.99**