

www.broseta.com

BROSETA.
ABOGADOS

**ACUERDOS CON LOS SOCIOS:
precio, entrada, permanencia y salida**

ESCUELA DE INVERSORES

CEEI Valencia

18 de noviembre de 2014

Juan Manuel Pérez
jmperez@broseta.com

@juanmanuperez

1 ASPECTOS GENERALES

2 FASE PRELIMINAR DE UNA INVERSIÓN

3 DUE DILIGENCE

4 CONTRATO DE INVERSIÓN Y ENTRE SOCIOS

5 CONCLUSIONES

1 ¿Qué es un inversor?



1 ¿Qué es un inversor?



“My error, sir. On the phone I thought you said ‘venture’ capitalist.”





1 Principales riesgos legales para un inversor



1 Consideraciones generales sobre los inversores privados

Personas que invierten en compañías, generalmente mediante una toma de participación en su capital social, con el objetivo de que, tras un periodo de maduración, incrementen su valor y puedan **desinvertir** y obtener una **plusvalía**.

TIPOS DE INVERSIONES:

⇒ **Business Angels**

⇒ **Capital semilla.**

- Empresas de nueva creación o en etapas iniciales con un alto potencial de crecimiento que requieren fondos para su despegue.

⇒ **Capital Expansión /Capital Desarrollo**

- Empresas en fases más avanzadas que han alcanzado ya un cierto nivel de desarrollo y buscan un empuje de capital para acelerar su crecimiento (internacionalización, desarrollo de nuevos productos, etc.).

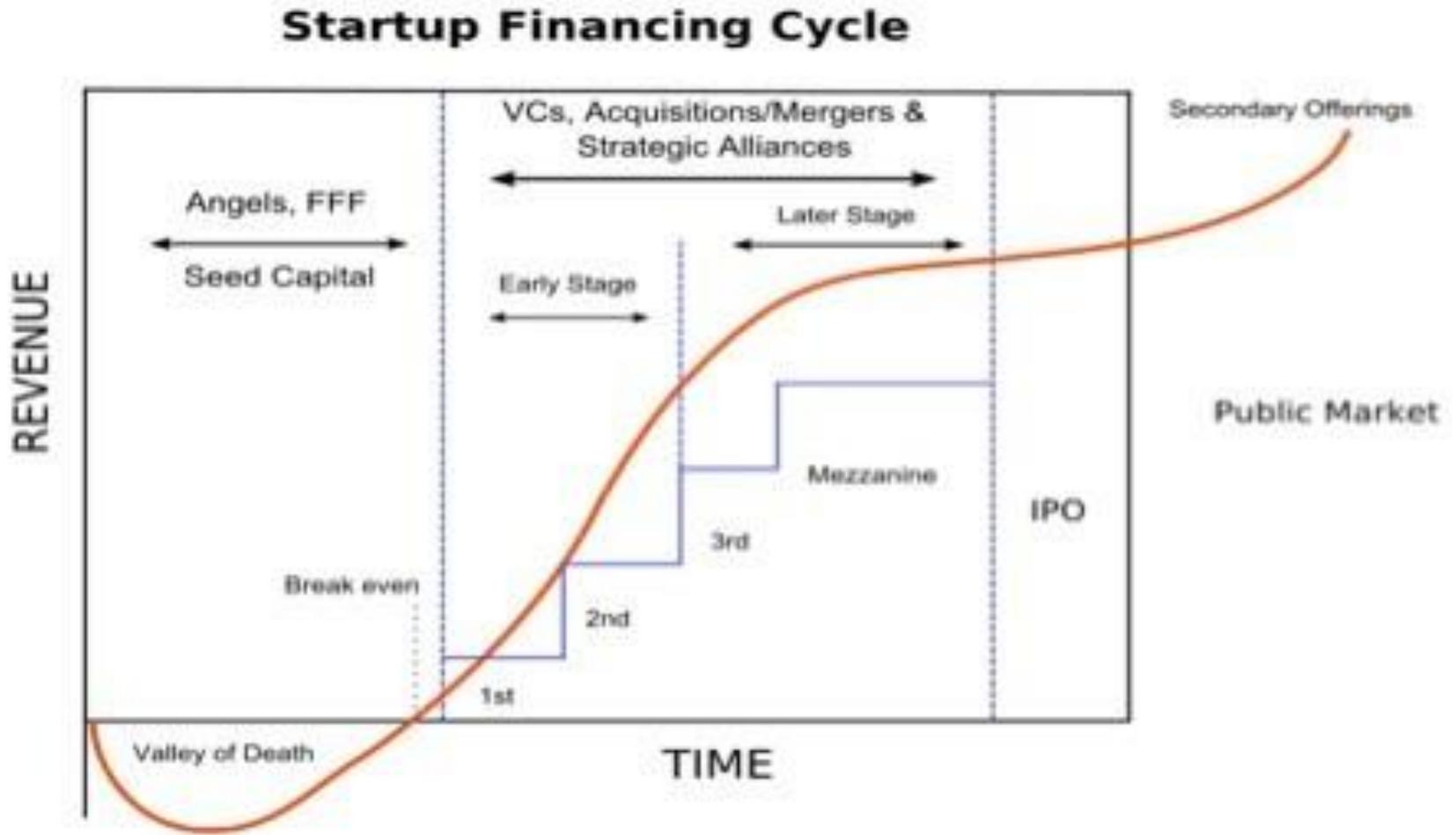
⇒ **Buy-outs**

- Negocios ya consolidados y con beneficios en áreas de crecimiento alto o medio, con equipos de gestión y con Planes de Negocio atractivos fundamentados en ventas recurrentes.

1 Consideraciones generales



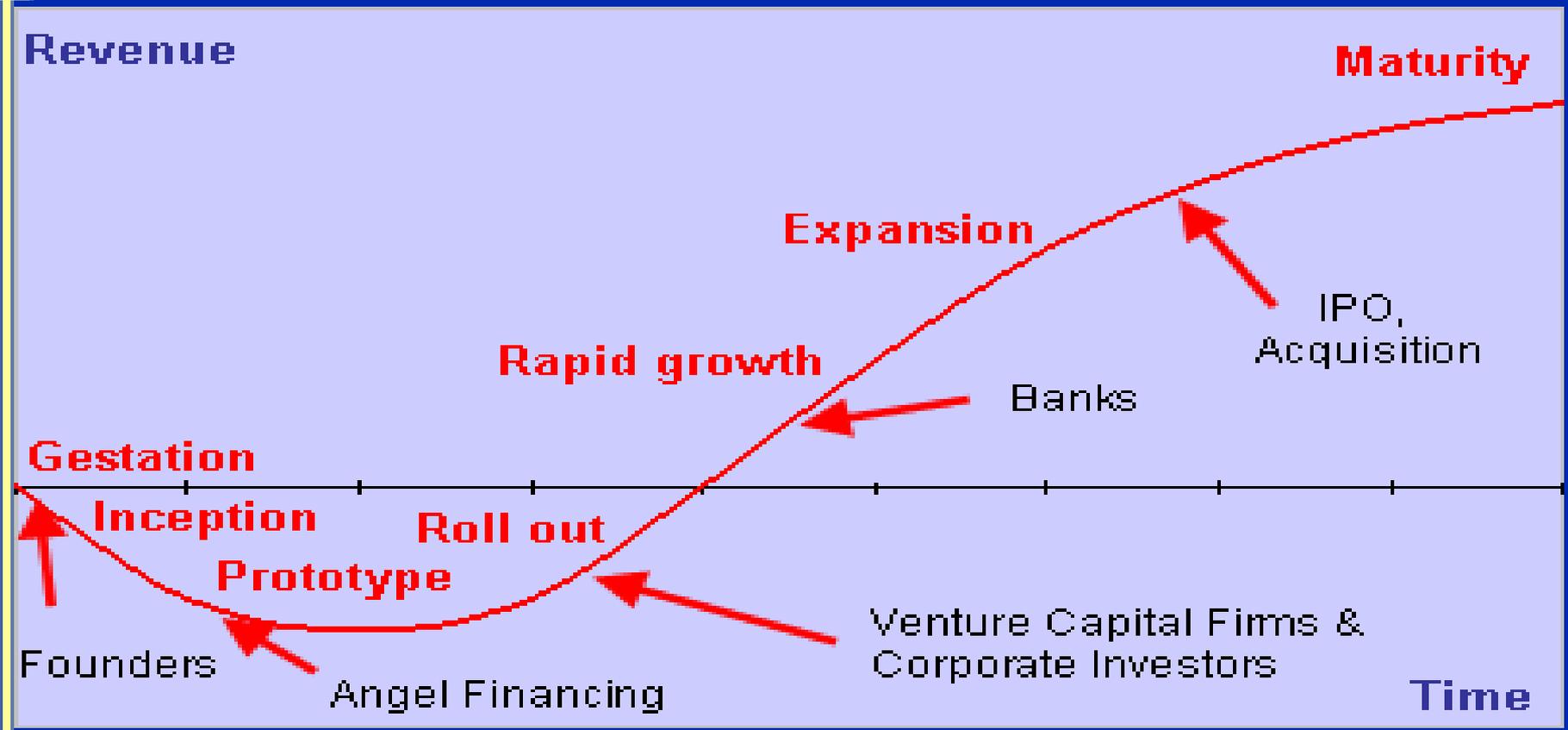
1 Consideraciones generales



1 Consideraciones generales



Venture Financing Sources of Funds for High-Growth Firms



1000ventures.com

1 ¿Cuáles son los aspectos legales mas relevantes para un inversor?

Diseño adecuado de la estructura de la operación de inversión

Negociación del contrato de inversión y de socios con los emprendedores

Revisar bien la situación de la empresa (dependerá del tamaño)

Regular aspectos clave (entrada, gestión de la sociedad, salida del inversor, involucración de los promotores, etc.)

Dependiendo del tipo de negocio la protección de la tecnología es esencial

1 ¿Cómo se desarrolla un proceso de inversión?

Son procesos relativamente estandarizados pero con una especial complejidad y duración

Están sujetos a múltiples circunstancias

La inversión se materializa normalmente vía aportación de capital a la compañía

El objetivo del inversor es tomar una participación temporal en el capital para desinvertir con plusvalías

1 Principales riesgos legales que preocupan a los inversores

Ocultación de información por los emprendedores

Realizar un proceso adecuado de *due diligence* (si el tamaño lo aconseja)

Inexistencia o sobrevaloración de activos o existencia de pasivos ocultos o contingencias desconocidas

Garantizar que la empresa responde a las expectativas

Que no surjan a posteriori hechos imprevistos/desconocidos

Por ello, la práctica ha establecido ciertos mecanismos
(p.e.: *due diligence*, manifestaciones, contratos, ..)

2

Fases habituales en un proceso de inversión

Fase preliminar

Diseño de la estructura de inversión
Acuerdos de confidencialidad y exclusividad
Cartas de intenciones

Fase de revisión

Due diligence
Incidencia sobre el contrato

Fase contractual

Negociación y firma del contrato de inversión y de socios
Declaraciones y Garantías
Cierre

2

Fase preliminar: algunos aspectos relevantes

IMPORTANCIA DE UN DISEÑO Y ESTRUCTURACIÓN ADECUADO DE LA OPERACIÓN

- Aspectos estratégicos, empresariales, fiscales, etc
- Conveniencia de ciertas operaciones previas de reestructuración
- Segregación de activos atípicos o superfluos
- Regularización de créditos o débitos de socios...

IMPORTANCIA DE LOS ASESORES EN ESTE TIPO DE OPERACIONES

- La ayuda de asesores puede ser muy útil en la planificación, negociación y ejecución de la operación
- Es importante incorporar a los abogados cuanto antes
- Estructurar adecuadamente la operación (p.e.: inmuebles; directivos; permanencia; fiscalidad, etc.)
- Anticipación de cuestiones posteriores del proceso (p.e.: exclusividad; *due diligence*; plazos; etc.)

2 Contenido habitual de las cartas de intenciones

No existe un contenido típico preestablecido.

Suelen fijar los pactos ya alcanzados y los términos básicos de la negociación (puntos sobre los que debe alcanzarse un acuerdo).

Declaran el compromiso/intención de las partes de negociar de buena fe.

Delimitan el objeto de la operación (valoración de la empresa, criterios de determinación del precio/aportación, forma de pago, etc.).

Se suelen configurar como un conjunto de compromisos (algunos vinculantes)

Establecen las reglas para ordenar adecuadamente el proceso (p.e.: calendario, etc.).

Deberían fijar los criterios para la recuperación de costes por ruptura de tratos preliminares

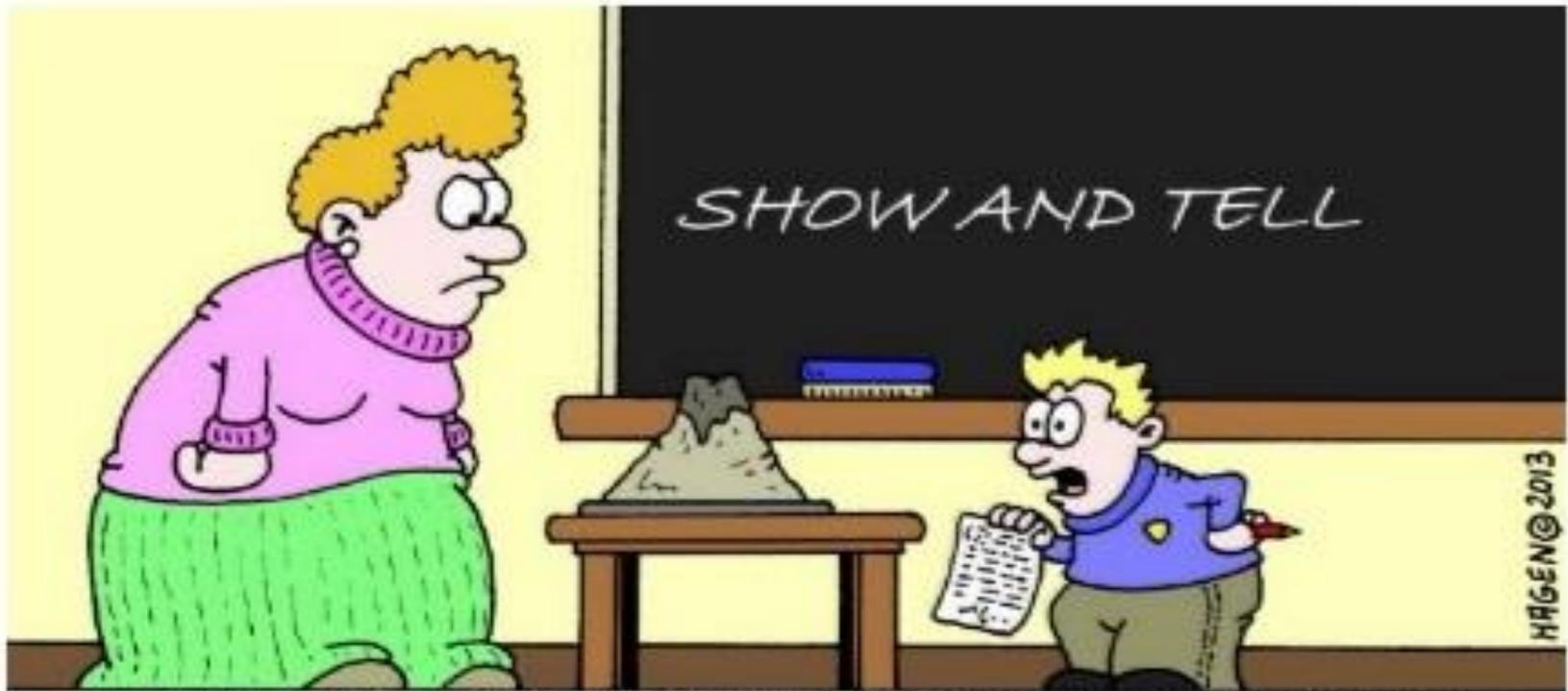
2 Contenido habitual de las cartas de intenciones

Las partes declaran su compromiso o intención de iniciar o continuar las negociaciones para un acuerdo definitivo de inversión (interés recíproco).

Se fijan los eventuales acuerdos que se hayan alcanzado hasta el momento, estableciendo que las negociaciones futuras partirán de estos acuerdos.

Se delimita el conjunto de los puntos sobre los que se deberá conseguir un acuerdo satisfactorio.

Se establecen reglas obligatorias de carácter temporal, con el objetivo de ordenar el proceso de negociación futura.



Before I start, my lawyer advised me to have you all sign this non-disclosure agreement...

⇒ ACUERDOS DE CONFIDENCIALIDAD:

- Se otorgan en interés del vendedor/emprendedor dado que el comprador/inversor requerirá todo tipo de información y documentación acerca de la sociedad.
- Contenido:
 - Delimitación clara de la información considerada como confidencial.
 - Restricciones en cuanto al uso de la información y las personas con acceso a la misma.
 - Compromiso de devolución/destrucción de la documentación entregada en caso de no proseguir las negociaciones.
 - Fijación de un plazo de duración.
- Consecuencias del incumplimiento:
 - Dificultades prueba del daño.
 - Posibilidad de cuantificación (penalización).

⇒ ACUERDOS DE EXCLUSIVIDAD:

- Se otorgan en interés del comprador/inversor dado los recursos (económicos y temporales) que el proceso conlleva.
- Se establece la exclusividad para negociar y el plazo de duración.
- Problema de prueba en caso de incumplimiento.
- Se suele incorporar a la carta de intenciones.

Limitan los riesgos de una negociación abierta.

Las partes se vinculan a una determinada conducta.

Hacen posible que el proceso continúe ya que dan “legitimidad” e “incentivos” al proceso para asumir gastos y dar información.

Suponen un refuerzo del deber de negociar de buena fe (7 CC).

Acreditan más claramente que se estaba negociando.

Para los vendedores/promotores implica un deber de comunicar información.

Impulsan la obtención de consentimientos de terceros y permiten iniciar la búsqueda de financiación.

2 Carta de intenciones: Naturaleza jurídica

“LOIs: WHY BUSINESS PEOPLE LOVE 'EM AND LAWYERS HATE 'EM?”

LOIs, legally, are the worst of all worlds. In law, you either have a contract or you don't. LOIs are the legal equivalent of "almost pregnant".

LOIs emphatically state that that they are not formal agreements and then often proceed to set forth agreed terms of the proposed transaction.

Given this paradox, if the deal goes sour, one party can argue that those agreed-upon points were, in fact, agreed upon - or, in fact, a binding contract and, in some cases, furthermore, that the party relied on the LOI and has monetary damages based on such reliance.

This is the legal problem with an LOI - you can't legally state you agree to something and then state that you don't in the same document.

If the LOI is held to be binding by a court, you have a contract with general essential terms but without the many terms you would normally want in final agreements.

Si el proceso no es complejo conviene evitar las cartas de intenciones

- Existe el riesgo de que después se pretenda oponer una conducta posterior que vendría a “revocar” el pretendido acuerdo de “no vincularse”.

Algunas pautas para redactar una carta de intenciones

- Definir bien el objeto de la negociación.
- No ignorar el problema de las inversiones futuras: incorporar cláusula de reparto de costes.
- Ojo con la posible responsabilidad precontractual por incumplimiento del *standard* exigible en materia de buena fe.
- Concretar la forma de determinación del precio (en su caso).
- Incorporar otros aspectos relevantes (permanencia; no competencia; etc.).

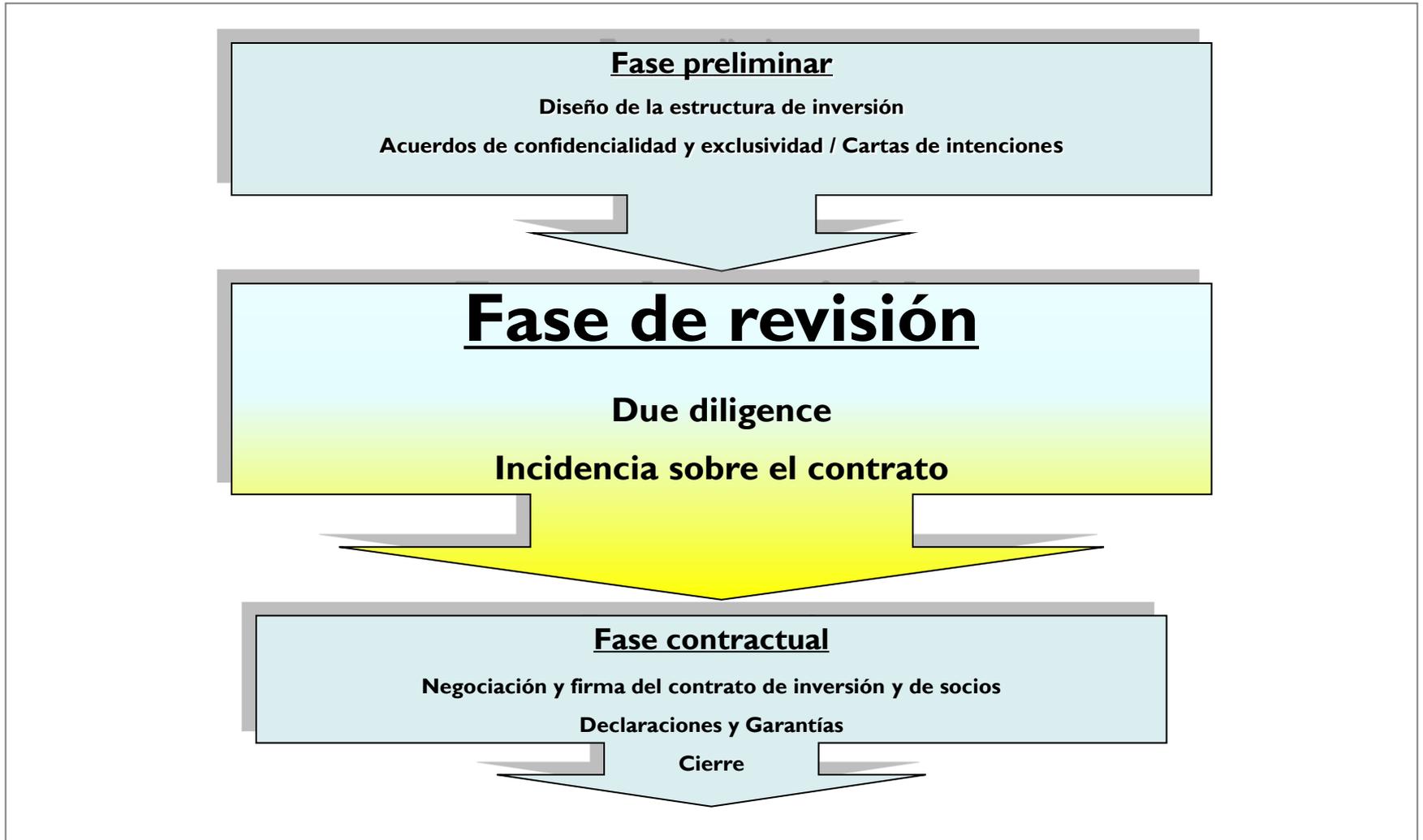
2 Algunas recomendaciones respecto a las cartas de intenciones

Enfoque adecuado para evitar que se interprete que el documento es vinculante

- Incluir expresiones de deseo/opción en lugar de referencias a posibles conductas futuras.
- Dejar indeterminados los futuros compromisos de las partes.
- Incluir condiciones suspensivas.
- Incorporar una cláusula “vinculante” que prevea precisamente el carácter “no vinculante” del resto de puntos.

3

Proceso standard de una inversión: Due diligence



3 Proceso standard de una inversión: Due diligence



*Diligence is the mother of
good luck. – Ben Franklin*



3 Aspectos más relevantes de una due diligence

¿QUÉ ES Y QUÉ SUPONE?

- Es un análisis profundo de la empresa y su entorno.
- Supone un proceso de recopilación y análisis de información necesario antes de contraer o llevar a cabo cualquier tipo de compromiso.
- Permite conocer la situación actual de la compañía, determinando sus activos y pasivos.



Se inicia con un Check-list de documentación a revisar

El listado debe estar adaptado al objeto de la operación.

Debe ser claro y conciso



3 ¿Qué aspectos se analizan en una due diligence legal?



3 Aspectos más relevantes de una due diligence

IMPORTANCIA

- Cualquier inversión conlleva varios tipos de riesgos o incertidumbres que conviene minimizar.
- Algunas incertidumbres habituales:
 - Exactitud de las cuentas y estados financieros de la sociedad.
 - Titularidad y valor de los activos libre de cargas y gravámenes.
 - Inexistencia de pasivos que podrían manifestarse en el futuro.
 - Si el personal clave, clientes, etc. se mantendrá en el futuro.

Debe hacerse lo antes posible para reducir riesgos

Debe tener una duración adecuada y puede implicar cierta contrariedad /reticencia ya que implica un “examen” de la gestión

Implica riesgos de “publicidad interna” que puede conllevar pérdida de empleados clave y de valor de la compañía.

Finaliza con un informe

Describe los hechos o circunstancias constatadas y las consecuencias o efectos legales que se derivan de los mismos.

Mecanismos para afrontar las contingencias y alternativas para solucionarlas antes del cierre.

3 Aspectos más relevantes de una due diligence

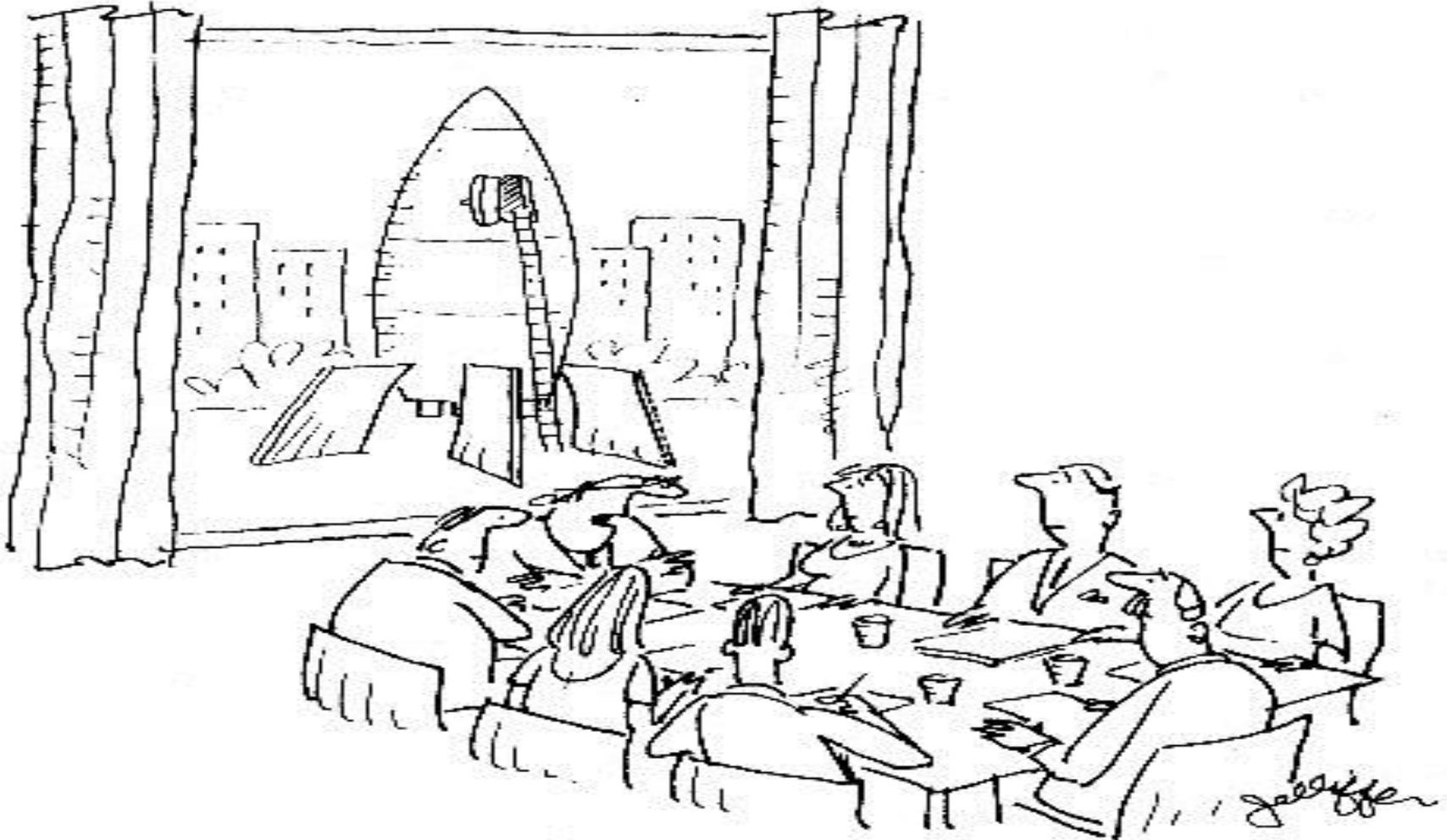
VENTAJAS

- Supone un instrumento de gestión de riesgos para el inversor.
- El inversor puede tratar de maximizar el valor de la inversión y minimizar los riesgos asociados.
- El informe de Due Diligence permitirá determinar el alcance de las garantías a efectuar por parte de los promotores/vendedores (p.ej., obtención de avales, retenciones o fraccionamientos).

FINALIDAD Y EFECTOS

- Permite comprobar la veracidad de las afirmaciones.
- Permite conocer mejor la sociedad y mejorar aspectos.
- Permite determinar el valor real de la empresa.
- Permite identificar y evaluar riesgos potenciales/reales.
- Supone una herramienta importante de negociación para el inversor (p.e.: riesgos y garantías, reducción del precio).

¿Qué estrategias pueden adoptarse si se detectan contingencias?



'Well we've now taken our contingency plans as far as we possibly can!'

¿Qué estrategias pueden adoptarse si se detectan contingencias?

Exigir una solución a las mismas antes o después del cierre.

Mejorar/adecuar los términos del contrato (p.e.: precio, otras compensaciones, garantías, etc.

Obtener cláusulas indemnizatorias específicas para el problema.

Reestructurar la operación (p.e.: compra de activos).

Retirarse de la negociación.

la información obtenida se emplea y considera a la hora de redactar las *reps & warranties* y sus posibles excepciones

Contrato de inversión y entre socios

Fase preliminar

Diseño de la estructura de inversión
Acuerdos de confidencialidad y exclusividad / Cartas de intenciones

Fase de revisión

Due diligence
Incidencia sobre el contrato

Fase contractual

Negociación y firma del contrato de inversión y de socios

Declaraciones y Garantías

Cierre

Regula la forma en que se producirá la entrada de los inversores (aumento de capital; aportaciones, desembolsos, etc.).

Regula las relaciones internas de los socios y gestores hasta la salida

Se establecen normas para regular el gobierno y la administración de la sociedad en el futuro (mayorías reforzadas, etc.)

Regula la salida de los socios en el futuro (momento y condiciones de la desinversión; derechos de acompañamiento/arrastre, etc.)

Régimen de transmisión de las participaciones de la sociedad hasta la desinversión.

Otros posibles compromisos específicos que deberán asumir los promotores/vendedores

4 Compromisos mas relevantes a contemplar en el contrato

Inversión

**Administración y
gestión de la empresa**

**Compromisos e
incentivos del equipo
directivo**

**Pactos de salida del
inversor
(desinversión)**

Entrada de los inversores

- Condiciones concretas de la entrada de los nuevos socios en el capital:
 - importe de las aportaciones,
 - desembolsos,
 - clases de aportaciones,
 - primas de asunción;
 - Cómo queda el capital tras la inversión, etc.
- Posibles modificaciones estatutarias a realizar en la sociedad (p.e.: capital social, mayorías, etc.).
- Cambios a realizar en los órganos de administración.
- Nombramiento de auditores (en su caso).
- Podrían incluirse los modelos de los acuerdos societarios que habrán de formalizarse (actas de Junta y/o Consejo, etc.).

Entrada de los inversores (aportación del inversor)

- Indicación expresa del porcentaje de participación que se adquirirá y la prima de emisión.
- Valoración pre-money y post-money
- Posibilidad de desembolso en función de cumplimiento de hitos o ciertos compromisos
- El importe pactado por la participación puede ser asimismo objeto de ajuste en diversos supuestos:
 - *Bonus* de salida.
 - Incumplimiento de hitos.

Gobierno y administración de la sociedad

- Estructura y composición del órgano de administración.
- Adopción de acuerdos
 - materias especialmente relevantes (tanto en Junta como en Consejo) en las que deberá ser necesaria una mayoría reforzada o requerirse el voto a favor del inversor.
- Obligaciones específicas de información a favor del inversor en determinados ámbitos:
 - aspectos relacionados con la gestión,
 - evolución del negocio,
 - aspectos financieros, etc.

Gobierno y administración (control político de la sociedad)

- Para garantizar el éxito de la inversión, el inversor suele exigir un control de la actividad de la sociedad.
- Actuaciones de control:
 - Presencia y supervisión en los órganos de administración.
 - Control de la aprobación de acuerdos en sede de Junta y Consejo.
 - Control de la situación de la compañía.

Gestión de la sociedad

- Acuerdos sobre reparto de poder y responsabilidades mientras permanezca el inversor.
- Compromisos/incentivos del equipo directivo:
 - Pactos de no competencia y permanencia.
 - Cesión habitual de una participación minoritaria.
 - Reserva de un porcentaje del capital para empleados, mentores, advisors, etc (*option pool*)
 - Consolidación de la participación de los emprendedores en un plazo determinado (*vesting*)
- Importancia de los incentivos a los promotores/equipo directivo:
 - *Ratchets*: mecanismos para la cesión de una parte de las plusvalías de los inversores si se logran ciertos objetivos de rentabilidad de la inversión.
- Involucración y seguimiento del inversor en la gestión.

Permanencia del equipo directivo

- Se regulan mecanismos para:
 - evitar la transmisión por los promotores/vendedores de sus participaciones.
 - garantizar su permanencia y desincentivar su desvinculación del proyecto hasta la desinversión del inversor (salidas Good Leaver vs Bad leaver – obligación de venta a precio penalizado)
- Algunos ejemplos:
 - Pacto de no competencia (durante la vigencia del contrato y post-contractual).
 - Pacto de permanencia como socios/gestores de la sociedad (hasta el momento de la salida de el inversor y quizás posterior).
 - Prohibición temporal de disponer, etc.
 - Regulación de supuestos de salidas del emprendedor: Good Leaver vs Bad leaver (precio de venta penalizado)
- Se deberían prever mecanismos contractuales para garantizar dichos compromisos (p.e.: opciones de compra; poder irrevocable.).

Salida del inversor

- Régimen de salida detallado para garantizar, en la medida de lo posible, una desinversión eficaz y sin contratiempos.
- Vías habituales de salida:
 - Ronda posterior de financiación.
 - Venta a un tercero del mismo sector (industrial).
 - Recompra por los promotores.
- Se prevé el uso habitual de ciertas cláusulas para garantizar una desinversión “sin problemas”:
 - Derecho de adquisición preferente
 - Cláusulas de derecho de arrastre (*drag along*).
 - Cláusulas de derecho de acompañamiento (*tag along*).
 - Restricciones a la transmisión de acciones.
- Prever mecanismos que garanticen el cumplimiento de los compromisos y consecuencias en caso de incumplimiento.
- Puede incluir condiciones de salida a partir de un momento acordado y/o cuando se produzcan determinadas circunstancias (p.e.: autoempleo, nulas perspectivas de crecimiento, cláusulas anti-bloqueo, etc.).

Derecho de arrastre

(drag
along
right)

- Derecho del inversor a forzar la venta de un determinado porcentaje de la sociedad (normalmente el 100%).
- En caso de recibir una oferta por el porcentaje pactado, el socio que haya recibido la oferta podrá obligar al resto de socios a transmitir su participación en la sociedad.
- La venta del 100% de la sociedad posibilita negociar un mayor precio de venta.
- Posibilidad de plazo mínimo para poder hacer uso del derecho de arrastre

Derecho de acompañamiento (*tag along right*)

- Derecho de participar en la venta parcial de la sociedad.
- En caso de que cualquier socio reciba una oferta, se lo comunicará al resto de socios a fin de que puedan decidir si le acompañan en la venta.
- Todos aquellos socios interesados en transmitir sus participaciones, junto con el socio que recibió la oferta, realizarán la transmisión en los términos ofertados en proporción a su participación en el capital de la sociedad.

Otras medidas de protección de la inversión

- Dividendo preferente
- Cláusulas anti-dilución
 - Cláusulas de precio medio ponderado (“Weighted Average Price”)
 - “Full ratchet”
 - “Pay to play”
- Liquidación preferente
 - Derecho preferente de la cuota de liquidación respecto al resto de socios.
 - Derecho a la recepción de la totalidad del precio en caso de que el precio de venta de las participaciones a un tercero no alcance un valor determinado.
- Obligación por parte de los emprendedores de ceder a la compañía la titularidad de los derechos de propiedad industrial ya generado o que se generen en el futuro

4

¿Qué son las “manifestaciones y garantías”?



Se trata de declaraciones que efectúa el vendedor sobre circunstancias relativas a la sociedad y que asegura que son ciertas

Facilitan la reclamación de los daños y perjuicios causados por el incumplimiento y por la falta de veracidad de las informaciones facilitadas

Permiten asegurar que se podrá resarcir el daño causado en caso de que aparezcan inexactitudes o situaciones perjudiciales en las informaciones facilitadas acerca del estado de la sociedad y de sus compromisos

¿QUÉ SON LAS “REPS & WARRANTIES”?:

- Son obligaciones contractuales asumidas por el vendedor de una sociedad (de sus acciones o activos).
- Por medio de las DyG el vendedor aporta al contrato una serie de realidades (tanto materiales como jurídicas y administrativas) que afectan a las cosas o bienes que se transmiten.
- Se trata de declaraciones que efectúa el vendedor sobre circunstancias relativas a la sociedad y que asegura que son ciertas:
 - *“los vendedores declaran y garantizan que ...”*
- También caben declaraciones de otros terceros (comprador; administradores; sociedad?)

4 Contenido típico de las declaraciones y garantías

Las partes, sus representantes y la transacción

Estados financieros

Contratos

Acreedores

Derechos de propiedad industrial e intelectual

Licencias y autorizaciones administrativas

Bienes muebles e inmuebles (titularidad y gravámenes)

Seguros

Aspectos medioambientales

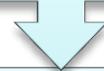
Cumplimiento obligaciones fiscales, laborales y SS

Litigios

Situación desde la fecha de cierre

4 ¿Qué implican las Manifestaciones y Garantías?

Pretenden evitar que se atribuya al inversor el riesgo de posibles contingencias que pudieran haber sido conocidos con el empleo de una conducta diligente.



Se causalizan los puntos que son relevantes para el inversor y que determinan su aportación y el capital que recibe como contrapartida.



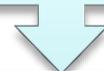
Facilitan la posibilidad de reclamar ante situaciones de incumplimiento.



Salvan algunas de las limitaciones inherentes al saneamiento por vicios ocultos.



Fuerzan al emprendedor/vendedor a poner de manifiesto circunstancias que cualifican las D&G.



Supone un mecanismo de asignación de riesgos y de ajuste post-contractual del precio.

4 ¿Qué implican las Manifestaciones y Garantías? (II)

Las Reps & Warranties que se plasman en el contrato deben ser completas pero ajustadas a las particularidades de la empresa y la operación.

Los promotores/vendedores responderán frente al inversor por daños que se produzcan como consecuencia del incumplimiento, falsedad, inexactitud de las manifestaciones.

Su contenido debe estar estrechamente ligado a la Due Diligence.

Puede implicar una reducción del precio o pactarse una “*indemnity*”.

Son de origen anglosajón y vienen a suplir la regulación de saneamiento de vicios ocultos del Código Civil.

Inversión

- Importe, desembolsos, valoración, etc.
- Ajustes en la valoración/participación en función de la evolución del Plan de Negocio
- Reps & Warranties

Administración y gestión de la empresa

- Acuerdos sobre reparto de poder y responsabilidades mientras permanezca el inversor.
- Mayorías reforzadas.
- Derechos de información del inversor.
- Gestión.

Compromisos/incentivos del equipo directivo

- Pactos de no competencia y permanencia.
- Cesión habitual de una participación minoritaria.
- Importancia de los incentivos al equipo directivo: *ratchets*

Pactos de salida del inversor (desinversión)

- Garantías contractuales y estatutarias.
- Derechos de arrastre/acompañamiento para lograr la desinversión conjunta.
- Otras posibles cláusulas

Algunas conclusiones en cuanto al proceso de inversión...

El NDA: Supone un pequeño gran paso.



La Carta de Intenciones: Ya tenemos muchas posibilidades de cerrar la operación...
No podremos cambiar posteriormente aquello acordado!!!!



La Due Diligence : Es pesada pero estamos muy cerca de cerrar el acuerdo.



El Pacto de Socios: Es lo más complejo y duro de negociar... Hay que ser estrictos pero no olvidar que estamos negociando con nuestro futuro socio.

5 Conclusiones para el éxito de una inversión

Prácticas Standard
de las operaciones
de inversión

- Cartas de intenciones
- *Due diligence*:
- Contratos:
 - D&G detalladas y completas.
 - Régimen de responsabilidad de los promotores

Especial atención a
aspectos clave

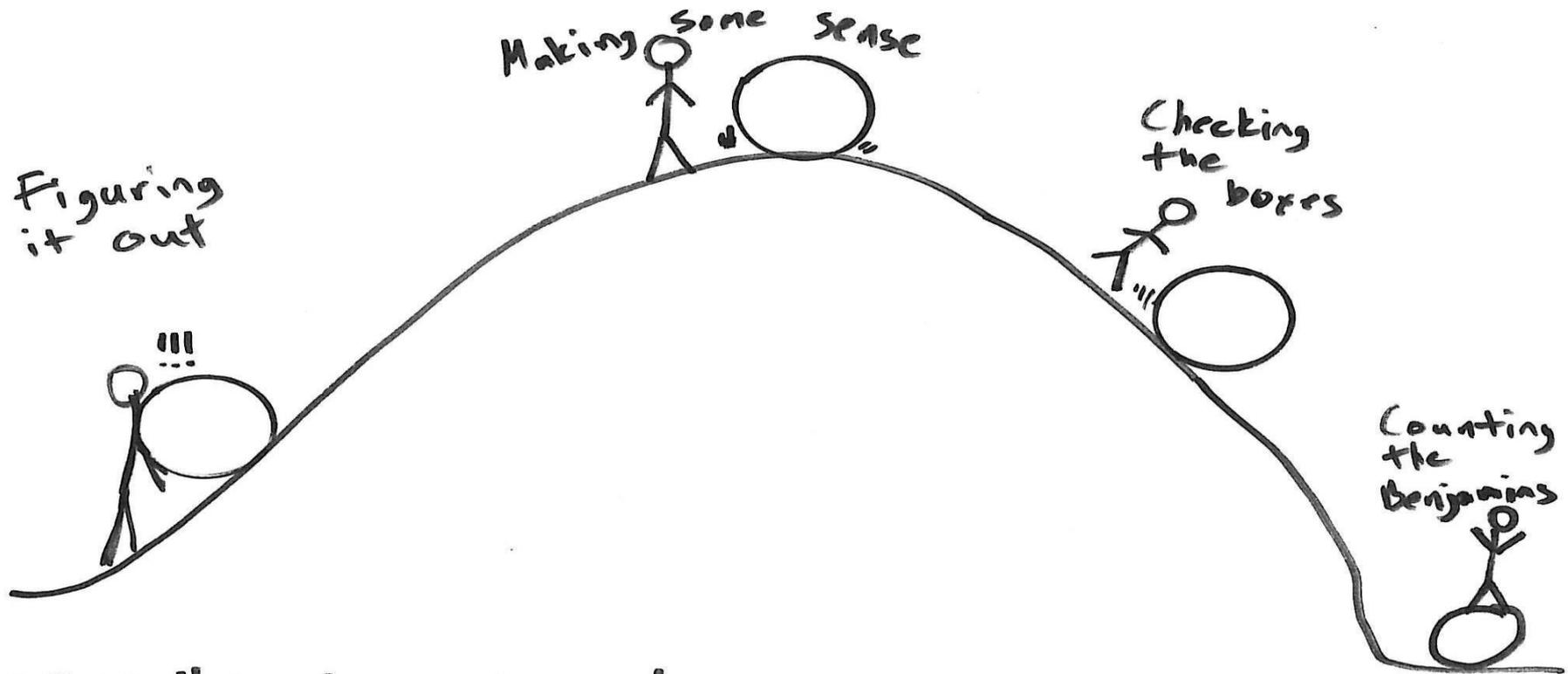
- Alineamiento de intereses e incentivos con emprendedores (permanencia, incentivos, etc.)
- Garantías para la desinversión

**El objetivo es alinear
los distintos intereses
de emprendedores e
inversores**



1 ¿Cómo se desarrolla habitualmente una inversión?

The Venture Capital Deal Process*



*Note: Not drawn to scale

May include additional mountains, boulders or check boxes

By: Healy Jones

BROSETA

Algunas reflexiones en cuanto a la negociación de la inversión...





... para terminar



1 ... para terminar



... para terminar

If you
wait for
perfect
conditions,
you'll never
get anything
done.



... suerte



¡Muchas gracias!

Juan Manuel Pérez

jmperez@broseta.com



[@juanmanuperez](https://twitter.com/juanmanuperez)



<http://es.linkedin.com/in/juanmanuelperez1>

www.broseta.com

BROSETA.
ABOGADOS

C/ Fernando el Santo, 15 - 28010 Madrid
Tel: + 34 91 432 31 44 - Fax: + 34 91 432 32 55

C/ Pascual y Genís, 5 - 46002 Valencia
Tel: + 34 96 392 10 06 /07 - Fax: + 34 96 392 10 88