

## Ciertos Principios Legales del *Venture Capital* en México

El *Venture Capital* es un animal distinto. Cada industria nueva en constante evolución está acompañada por cierto grado de misterio o desconocimiento, lo cual crea espacio para la innovación. Conocer la industria desde sus principios es responsabilidad de todos los actores involucrados en ella: emprendedores, fondos de inversión, autoridades y asesores (sobre todo estos últimos). Por este sentido de responsabilidad como abogado, he profundizado en varios temas del Capital Privado (*Private Equity*), en particular sobre el Capital de Riesgo (*Venture Capital*).

Los artículos que escribiré resaltarán las formas en que podemos aplicar los principios del *Venture Capital* en México, con una perspectiva distinta al M&A tradicional.

### Introducción

Un error común en las operaciones de *Venture Capital* es que se estructuran y negocian como si fueran operaciones de M&A tradicional. Aunque varios principios del M&A tradicional también se utilizan en el *Venture Capital*, éstos tienen una lógica distinta de aplicación y, por lo tanto, deben estructurarse desde una perspectiva diferente. No digo que el *Venture Capital* sea más o menos complejo que el M&A tradicional: más bien son distintos.

Debido a que los principios del *Venture Capital* fueron desarrollados en otras jurisdicciones, con leyes y sistemas jurídicos distintos al mexicano (principalmente el estadounidense), es necesario contextualizarlos en la legislación mexicana.

Otro gran error sería pensar que esos principios se puedan estructurar legalmente en México como se hace en otras jurisdicciones. México no es Silicon Valley, por lo que nuestra mentalidad no puede estar cerrada a hacerlo exactamente “como en Silicon Valley”. En nuestro país tenemos leyes y figuras jurídicas muy sólidas; hay que conocerlas para poder aplicarlas a los objetivos que se buscan en los principios traídos de otras jurisdicciones.

Es fundamental que todos los participantes de una industria conozcan sus principios: en qué consisten, cuándo se aplican, cuál es su función, cómo estructurarlos en las operaciones. El emprendedor debe tener cierta noción de ellos. Sin duda, su obligación principal es conocer su negocio y saber cómo hacerlo crecer.

Sin embargo, parte de ese crecimiento viene de la obtención de financiamiento, y para tener una buena ronda de financiamiento debe conocer otros principios, dependiendo la etapa de financiamiento en la que esté y el tipo de inversionistas (qué derechos ceder, cuáles no, y por qué). Asimismo, los fondos de inversión deben conocer el porqué, y cómo aplicarlos y cómo ha evolucionado el mercado.

Éste es el primero de una serie de artículos que abordarán los principios fundamentales de las operaciones de *Venture Capital* en México, considerando su legislación. No abarcaré todos, pero trataré los que yo considero fundamentales.

**Primer Principio:**

***Preferred (Preferente)***

*Nota del autor: lo expuesto en el presente artículo es aplicable principalmente a fondos de Venture Capital y Family Offices, que invierten en etapas de Ronda A y post-Ronda A<sup>1</sup>. Lo aquí argumentado puede variar dependiendo del tipo de inversionista: aceleradora, fondos gubernamentales, fondos de desarrollo, ángeles, Family & Friends, así como la etapa o ronda de inversión, de modo que pueden tener una aplicación y razonamiento distinto a lo aquí planteado.*

**I. Definición y Comentarios Iniciales:**

El *preferred* o preferente debe entenderse como una protección económica consistente en el monto que los accionistas preferentes tienen derecho a recibir antes que el resto de los accionistas. Se puede dividir en dos eventos generales: (i) preferencia en el pago de dividendos; y (ii) pago preferente en un evento de liquidez, como venta de activos, liquidación de la sociedad, fusión o escisión<sup>2</sup> (el “Preferred” o el “Preferente”).

Básicamente, el *Preferred* es una protección económica en el *downside*. Aunque en el *Venture Capital* lo importante es el *upside*, se debe proteger el *downside*.<sup>3</sup> En otras palabras, si el *startup* fracasa — después de los acreedores— los primeros en recibir el flujo remanente serán los accionistas preferentes, hasta el monto acordado en su *Preferred*.

En el caso del *Preferred* en el reparto de dividendos, si bien puede ser una señal positiva, las inversiones de *Venture Capital* están ligadas al crecimiento del valor de la empresa en el tiempo; el reparto de dividendos tiene un impacto en este crecimiento del valor e implica un cambio en la visión inicial. Por lo tanto, si se opta por repartir dividendos, los accionistas preferentes se protegen del *downside* al recibir su *Preferente* antes que el resto de los accionistas.

Si bien protege el *downside*, cabe señalar que el *Preferred* no solo se detona en eventos negativos ni se le debe relacionar sólo con éstos. No todos los eventos de liquidez en una sociedad derivan de un evento catastrófico; es decir, no todos los eventos de liquidez son por un evento de liquidación. La liquidez se puede dar también en eventos positivos, como repartos de dividendos, escisiones, fusiones, un IPO.

Sin embargo, típicamente estos eventos, que se pueden considerar positivos, significan un cambio en la estrategia inicial; ya sea al repartir dividendos, escindir o fusionarse, hay un cambio en la apuesta de la empresa, por lo que al accionista preferente se le paga su *Preferred*. Si resulta o no la nueva apuesta, el inversionista ya ha sido cubierto. De cierta forma esto puede ayudar a que se tome la decisión de la nueva estrategia: recordemos que generalmente los accionistas preferentes también votan en las decisiones fundamentales de la sociedad, por lo que estar cubiertos en estos eventos facilita la toma de decisión. Se decide por el bien de la sociedad y no por intereses particulares.

Otras protecciones económicas comunes que podemos encontrar en *deals* de *Venture Capital* son las cláusulas antidilutorias (o *ratchets*). Es importante no confundir el *Preferred* con el derecho de preferencia para la suscripción de nuevas acciones en caso de un aumento de capital, o con el derecho

<sup>1</sup> De forma intencional utilizo el término ronda y no serie. Esto para no confundir con las series de acciones en cada ronda.

<sup>2</sup> En otra sección toco el tema de preferente en venta de acciones.

<sup>3</sup> En palabras de Richard Branson, el *downside* es lo máximo que estás dispuesto a perder en un emprendimiento.

de preferencia en venta de acciones. Estas figuras están más enfocadas a protecciones antidilutorias, y persiguen otro tipo de fines. De esto hablaré en otra ocasión.

El Preferente es un término que el emprendedor típicamente no ve con buenos ojos; lo considera impositivo o agresivo. Pero pocos se preguntan: “¿En que me puede beneficiar otorgar un preferente a mis principales inversionistas?”

Les puedo decir que otorgar un Preferente a los inversionistas principales sí tiene un efecto positivo. Me explico: al ser una protección, dará tranquilidad a los inversionistas en tiempos difíciles, y evitará que decidan retirar su inversión.<sup>4</sup> En lugar de pensar cómo hacerle para no perder, se concentrarán en apoyar el crecimiento de la compañía y en navegar las aguas turbulentas.

En el caso de que la compañía se encuentre en una situación compleja, y por ende un inversionista se ponga nervioso y decida ejercer su derecho de retiro y se le reembolse, se agregarían los siguientes conflictos: (i) no habría flujo para pagar; (ii) se daría una muy mala señal al mercado; y (iii) recordemos que los fondos, *family office* o inversionistas sofisticados no solo son los recursos que inyectan, sino también lo que aportan en contactos y conocimientos. Es muy importante que los emprendedores mantengan en el juego a sus inversionistas, y una forma de hacerlo es proteger su *downside*.

Tampoco otorgar el *Preferred* es necesariamente malo para los emprendedores. De hecho, si hay un gran caso de éxito, ni siquiera se va a voltear a ver el Preferente. Además, en tiempos difíciles ayuda a mantener a todos en el barco. Lo menciono porque en experiencias pasadas así me ha sucedido. Hay decisiones complejas que tomar, y se transitará con mayor facilidad en este proceso si los inversionistas reciben protección.

Es importante decir que una sobreprotección —es decir un *Preferred* excesivo— tendrá el efecto contrario y solo traerá más conflictos a la mesa. Como en todo, el equilibrio es importante.

## II. Mercado

Tomando en cuenta el dinamismo de la industria, y que cada inversionista tiene sus políticas de inversión, de forma genérica se podría decir que el Preferente de mercado en México es de entre 1x y 1.5x., el monto de la inversión.

Antes era común que el preferente fuera un porcentaje compuesto anual (ej. 8%), el cual equivalía al retorno preferente de los LPs de los fondos. Con los años, el monto y la mecánica del preferente se ha modificado, aunque las probabilidades de que un negocio nuevo fracase son las mismas. Lo que ha cambiado es la visión de los inversionistas; esto en parte se debe a que el *upside* en el Venture Capital ha evolucionado, aunado a otros factores económicos —en los cuales no abundaré en esta nota.

Como lo definimos anteriormente, el *Preferred* es una protección económica, no una ganancia. Es muy importante tener clara esta distinción.

Lo comentado en esta sección no presupone que, para una inversión en específico, por el tipo de industria, etapa de *startup*, u otros factores, se pueda pactar un preferente distinto al que hago referencia aquí como de mercado.

---

<sup>4</sup> Correcto para eso existe en los estatutos sociales la renuncia del derecho de retiro; sin embargo, esta renuncia la pueden hacer los fondos por que están protegidos en el *downside*. Si no existiera el *Preferred*, podrían pedir no renunciar a su derecho al retiro.

### III. Tipos de Preferred:

(i) La primera clasificación que podemos hacer es en cuanto a su nivel de participación:

#### a. Full Participating:

En términos simples, en el *Participating Preferred* no hay *catch-up* al resto de los accionistas de la sociedad después de pagado el Preferente. Es decir: después de recibir su preferente, los accionistas preferentes entran *pari passu* con el resto de los accionistas de la sociedad para recibir los remanentes.

Actualmente este tipo de *Preferred* se usa poco. En mi opinión desalinea intereses, ya que se podría considerar como un doble cobro, pero habrá operaciones en los que se pueda justificar, como he comentado. Solo hay que tener claras esas razones para evitar el desalineamiento de intereses: no pedir por pedir.

#### b. Participating con CAP:

Al igual que en el *Full Participating*, no existe *catch-up*, y después de pagado se procede al reparto prorrateo con el resto de los accionistas. La diferencia radica en que en eventos de liquidez escasa se topa a un monto con el fin de que los demás accionistas puedan recibir algo en el reparto *pari passu* a su participación.

#### c. Non Participating

En el Preferente *non participating*, luego de que el accionista recibe su preferente, el remanente va al resto de los accionistas hasta llegar al *catch-up*. En caso de que llegara a haber remanentes después del *catch-up*, se distribuirían *pari passu* entre todos los accionistas.

Es el más utilizado en las operaciones de Venture Capital para proteger el *downside*.

(ii) La segunda clasificación es en cuanto a su orden de preferencia:

#### a. Blended Preference<sup>5</sup>

Existe un *Blended Preference* cuando todas las acciones preferentes tienen los mismos derechos de preferencia en el mismo orden de prelación. Es decir, la liquidación preferente de cada serie preferente tiene derechos de preferencia *pari passu*.

#### b. Stacked Preference<sup>6</sup>

Existe un *Stacked Preference* cuando hay más de una serie de acciones preferentes y ciertas series tienen una preferencia senior en relación con las demás series de acciones preferentes.

En las operaciones de Venture Capital en México, lo más común es ver este tipo de preferencia cuando existen varias rondas de capital; generalmente la última ronda pide una preferencia sobre las demás. Aunque puede variar de *deal* en *deal*, dependiendo de muchos factores.

<sup>5</sup> Definición tomada de [startuplawyer.com](http://startuplawyer.com). Traducida por el autor.

<sup>6</sup> *Loc. cit.*

#### IV. Implementación Legal:

Existen varias formas de estructurar el *Preferred* en una operación de *Venture Capital*. Mi sugerencia, y la que yo más utilizo es: incluir en los estatutos sociales de la sociedad, en la cláusulas de pago de dividendos y liquidación, una cascada de pagos (*tipo el waterfall*) con el Preferente, el *catch up*, y luego el *pari passu*. Asimismo, es recomendable que, en la descripción de las características de las acciones, se establezca que son preferentes en los supuestos establecidos en los mismos estatutos, y en el título accionario hacer mención a que son acciones preferentes.

Recomiendo que esté en los estatutos, entre otras razones, porque en ocasiones al convenio por medio del cual los nuevos inversionistas acuerdan el preferente con la sociedad y los fundadores no comparecen a la firma todos los accionistas y podrían argumentar en algún momento que a ellos no les es aplicable la preferencia por no haber suscrito dicho convenio. No hay que dejar lugar a dudas o a interpretaciones futuras.

Como lo comenté anteriormente, hay que tener cuidado en el mecanismo y el tipo de Preferente que se busca. Se puede salir muy contento después de una negociación; si eres inversionista por haber negociado un Preferente *Full Participating* de 5X más un *Drag*, o si eres un emprendedor porque lograste negociar no otorgar Preferente. Ambos casos pueden llevar al desalineamiento de intereses en el futuro. Al sobreproteger o desproteger el *downside*, se afecta el *upside*.

En las operaciones de *Venture Capital* se debe estar muy consciente de que el éxito yace en la salida, y no al momento de la inversión. Es importante no sobre negociar cláusulas que en un principio puedan parecer benéficas, pero que con el paso del tiempo podrían desalinear intereses. Un buen abogado de *Venture Capital* debe saber negociar con esto en mente.

Tomando esto en cuenta, al momento de redactar y negociar este tipo de cláusulas en los convenios de inversión, hay que tener cuidado y no ser sobreprotectores. En ocasiones, tener un preferente muy alto (o que era variable y se incrementaba en el tiempo), y que además sea *participating preferred* más *Drag*, ocasionará en el tiempo conflictos entre los emprendedores y los inversionistas, lo que desalineará intereses y afectará lo que es realmente importante: el *upside*.

#### V. Comentarios Adicionales

Existe una confusión con respecto a las acciones preferentes en una operación de M&A tradicional en corporaciones americanas. Asimismo, existe una confusión con las acciones preferentes a las que hace referencia la Ley General de Sociedades Mercantiles. Dichas acciones refieren a acciones de voto restringido o limitado y a las que la ley les otorga 5% de utilidades antes que a los demás accionistas<sup>7</sup>.

En las operaciones de *Venture Capital* no me gusta hacer la distinción entre acciones comunes y preferentes, ya que las llamadas acciones “preferentes” también actúan como comunes. En el *Venture Capital* actúan como un híbrido de ambas. No hay necesidad de hacer conversión de las acciones si las características de dichas acciones se establecen de forma clara. Tampoco entra la distinción porque no

---

<sup>7</sup> Si se planea emitir acciones sin voto o de voto limitado, es recomendable una sociedad anónima promotora de inversión (S.A.P.I.), sobre una sociedad anónima tradicional (S.A.). Ya que por ley una la S.A., debe otorgar un preferente a los accionistas de voto limitado. Esta es una diferencia importante entre la S.A.P.I., y la S.A.

implican que son acciones con un mayor valor al momento de venta. No son acciones con *double upside*.

Sin duda, el derecho de preferencia es muy polémico. ¿Por qué el inversionista se va a llevar lo que quede? Hay varias respuestas o explicaciones. Y tampoco es que se esté llevando todo o esté teniendo una ganancia, hoy también pierde con el 1x. Hay que considerar también que los fundadores recibieron un sueldo durante este periodo.

Deberíamos verlo como la forma de mantener al inversionista en el juego. Pensémoslo como un juego de béisbol, como lo hacen varios de los teóricos americanos al referir el “efecto Babe Ruth”. Imaginemos que los inversionistas son los *pitchers*. Para un *home run* también es necesario un *pitcher*, y uno bueno. Un mal *pitcher* solo daría base por bolas y no habría *home runs*. Hay que mantener a los *pitchers* interesados en el juego, o traer relevistas (esto sin duda lo hace el *upside*); sin embargo, al proteger el *downside* podemos mantener al *pitcher* en el montículo. Sin *pitcher* no hay juego o, bueno, habría otro juego (no uno de Venture capital). Y sin bateador se podría seguir jugando: hay que recordar que el *pitcher* puede tirar a las bases (por bases entendamos otras industrias con menos riesgo). Hay que incentivar que el *pitcher* arriesgue su lanzamiento y un buen bateador la conecte de *home run*. Nadie puede jugar solo.

A pesar de la comparación, es importante señalar que el Venture Capital es un juego infinito, a diferencia del béisbol. Es decir, se deben establecer los mecanismos para que tenga continuidad y no termine. El béisbol está diseñado para concluir.

## Preferente en venta de acciones

Contrario a lo que se podría pensar, la preferencia en la venta de las acciones de la sociedad no es algo común de incluir, o se ha incluido involuntariamente.

Revisando doctrina americana, en su mayoría señala la preferencia en dividendos o liquidación de la sociedad. Sí se menciona la preferencia en venta de acciones, pero de una forma muy escueta.

Hay que distinguir con los dividendos y la liquidación (venta de activos) dichos recursos a repartir son de la sociedad. Con las acciones es distinto: cada accionista es propietario de sus acciones, las compró a cierto precio.<sup>8</sup> Partiendo de que las acciones son propiedad del accionista, entonces hay que entender que cada accionista debería recibir directamente del comprador. Y si el precio acordado por el total de las acciones no es suficiente para cubrir el preferente o es igual al preferente, tendríamos el caso de acciones con valor cero. ¿Qué implicaciones fiscales hay al vender a valor cero?<sup>9</sup>

Para mí, lo más peligroso del preferente en venta de acciones es cuando se combina con un *Drag*. Si el accionista (o grupo de accionistas que tiene la preferencia) además tiene el derecho de vender 100% de la compañía al precio que elija, podría acordar solo su preferente. Esto desalinea los intereses de los emprendedores con sus inversionistas; de las peores cosas que pueden pasar en una *startup*. Si bien se podría pactar que el *Drag* no aplique el Preferente, esto podría desvirtuar entonces del *Drag*.

<sup>8</sup> Es cierto: se podría hacer una estructura donde todas las acciones menos una, se aporten a un fideicomiso y sea el fideicomiso quien venda dichas acciones y haga el reparto de los recursos conforme a la preferencia acordada; sin embargo, si el precio es muy bajo y no alcanzará para todos. ¿Para qué gastar en esquemas más caros y que perjudiquen ese flujo de recursos?

<sup>9</sup> Se podría hacer una cancelación de acciones; sin embargo, tiene implicaciones, además de que se requería de la conformidad de los accionistas a quienes cancelaras la totalidad o parte de sus acciones.

## CARDENAS ORTIZ MONASTERIO

— ABOGADOS —

Existe cierta confusión sobre por qué en EEUU en algunas compañías existe una cláusula de conversión de acciones preferentes a comunes antes de una venta, para así vender todas las acciones como comunes. Recordemos que en EEUU tradicionalmente solo las acciones comunes tienen voto, las preferentes no,<sup>10</sup> por lo tanto el comprador va a querer adquirir todas las acciones como comunes, para así adquirir control. Así pues, al accionista de acciones preferentes en ocasiones en dicha conversión se le otorga un premio y se convierten sus acciones a comunes. Sin embargo, en ocasiones se convierten 1:1. Pero hay que entender que esta conversión no es porque tenga un preferente; es porque así es como se va a vender la compañía y el tercero la adquiere, o en caso de un IPO la propia ley así te lo pide.

No digo con todo esto que si económicamente tiene sentido incluir preferente en venta de acciones no se haga. Lo que digo es que hay que tener mucho cuidado en cómo se establece, y sobre todo no afectar la alineación de intereses. Hay que recordar es una protección para el *downside*, y que no debe perjudicar nunca el *upside*. Reitero: ninguna protección del *downside* debe ser una barrera para el *upside*.

Agradeceré que cualquier interesado me haga llegar comentarios si es que tiene otra opinión.  
(*Si vivo solo con mi conocimiento moriré en la ignorancia.*)

[Andrés Cárdenas Ortiz Monasterio](#)

[Marzo 2019](#)

---

<sup>10</sup> De ahí que la legislación mexicana considere a las acciones preferentes como las acciones de voto limitado.