

MODOS DE PARTICIPACIÓN DE ACELERADORAS EN STARTUPS

Florencia Adriana Terentino y Natalia Carmona Frickel

SUMARIO:

Existen diversos modos en que las startups pueden obtener inversión privada, entre ellos *bussines angels*, *crowdfunding*, *venture capital*, oferta pública de acciones, capital semilla, etcétera.

En el presente ensayo nos limitaremos a analizar uno de los vehículos de *venture capital* utilizados para aportar inversión a startups y de esta manera potenciar su desarrollo: las aceleradoras. Asimismo, se analiza la forma en que las mismas participan en ellas y cuál es, en la práctica, el método que escogen para el retorno del capital invertido.



1. Introducción

En la actualidad y desde ya hace varias décadas se evidencia en Argentina un crecimiento de inversiones a través de capitales de riesgo y capitales privados en empresas noveles o en formación, o incluso en sociedades que se encuentran embarcadas en nuevos proyectos tecnológicos o de innovación que requieren financiamiento externo para su concreción. Particularmente esto se evidencia en las empresas startup o en formación cuya escalabilidad, temporalidad y crecimiento exponencial es notorio.

En nuestro país, el ecosistema emprendedor ha crecido y se ha consolidado, y muestra de ello es la sanción de la Ley 27.349 de “Apoyo al Capital Emprendedor”, en cuyo texto se afianza la promoción al capital emprendedor y a la inversión privada mediante la deducción de impuestos, creando también el FONDCE (Fideicomiso de Administración y Financiero), que tiene por objeto financiar emprendimientos e Instituciones de Capital Emprendedor registrados como tales; e instituyendo a las Sociedades por Acciones Simplificadas como nuevo tipo societario. La citada ley define a las instituciones de apoyo al capital emprendedor como “toda persona jurídica -pública, privada o mixta-, o fondo o

fideicomiso -público, privado o mixto- que hubiese sido constituido en el país y tenga como único objeto aportar recursos propios o de terceros a un conjunto de emprendimientos, según se defina en la reglamentación” (Art. 3.1)

De la misma forma, la incipiente aprobación de la Ley 27.506 de Economía del Conocimiento, aun sin su reglamentación, que incluye actividades como software, biotecnología, industria aeroespacial y satelital, audiovisual, servicios geológicos y de prospección y relacionados con electrónica y comunicaciones, centros de exportación de servicios profesionales, investigación y desarrollo, nanotecnología y nanociencia, entre otros, denotan la especial importancia que estas áreas del conocimiento tienen y el impacto en el desarrollo económico de un país.

A los efectos de la inversión privada existen diversas formas mediante las cuales una startup puede obtenerlo, tales como *bussines angels*, *crowdfunding*, *venture capital*, oferta pública de acciones, capital semilla, etc.

En el presente ensayo nos limitaremos a analizar uno de los vehículos de venture capital utilizados para aportar inversión a startups: las aceleradoras, y la forma en que las mismas participan en ellas y cuál es el método que escogen para el retorno del capital invertido. Particularmente nos referiremos al caso de la Aceleradora del Litoral Centro (en adelante denominada AL), cuyo objeto es impulsar el crecimiento de empresas de base científica.

El origen de las aceleradoras, instituciones a las cuales vamos a dedicar el presente trabajo, podríamos ubicarlo una década atrás en el continente americano. En 2005 en EEUU apareció “Y Combinator” en Cambridge Mass, que posteriormente se trasladó a Silicon Valley¹. Con el auge de la aparición de programas de aceleración estadounidenses, Argentina se sumó a la tendencia del ecosistema de startups, creando aceleradoras a nivel nacional tales como NXTP Labs, Embarca, Imagine Lab, Glocal, Globant Ventures, Incutex, Wayra Argentina, Cites, Aceleradora del Litoral² cuyo objetivo radica en acelerar proyectos empresariales mediante un programa y por un plazo de tiempo determinados incluyendo servicios anexos tales como: asesoramiento legal, consejos de expertos, bolsa de potenciales clientes, ayuda en la recaudación de capital, mentoring y colaboración con otras compañías en proceso de aceleración.

¹ <https://www.ticbeat.com/innovacion/startup/que-es-como-funciona-aceleradora-de-em-presas/>

² <https://www.argentina.gob.ar/produccion>

2. ¿Qué participación exige una Aceleradora cuando financia una empresa en fase de arranque? ¿Qué porcentaje es “justo”?

¿Cómo resolvemos el dilema sobre qué participación del capital de una empresa startup es justo, equitativo o correcto para que el inversor decida apostar por ella y a su vez no incurra en un abuso para el emprendedor/es? Como es sabido, normalmente, en el arranque de una empresa, suele haber muy pocos activos tangibles que puedan servir de garantía para acceder a formas de financiamiento tradicionales, como por ejemplo un préstamo bancario.

Participar en empresas en fases prematuras es una maniobra de alto riesgo, por lo que el negocio de las aceleradoras es financiarlas, con el fin último de sacar provecho del éxito de al menos una fracción de las empresas en las cuales invierte. Como mencionamos, los flujos de caja suelen ser negativos en los primeros años de vida de una empresa startup basada en ciencia y tecnología, por lo tanto en muchas ocasiones existe el riesgo de perder toda la inversión aportada. Como contracara, también se puede obtener muy buena rentabilidad en caso de éxito.

Es relevante también destacar la experiencia que obtienen las empresas durante el proceso de aceleración, tales como redes de contactos, asesoramiento estratégico, mentoring, etc. Lo cierto es que cuanto más dinero la empresa necesita para crecer, su posición de capital se diluirá más. En cuanto al periodo temporal, al ser una inversión ilíquida, los inversores deben comprometer e inmovilizar dicho capital durante al menos 4 y 10 años, luego de lo cual podrán desvincularse de la empresa.

En cuanto a la forma de participación la mayoría de las aceleradoras del país, lo hacen a través de la adquisición de acciones de la startup, por lo que en el caso que nos ocupa, es condición para la que la empresa acelerada adopte un tipo de Sociedad por Acciones.

Asimismo, hay diversas modalidades de participación, lo que es determinante para que haya un control en la sociedad invertida. Para esto no hay fórmulas estancas, sino que se negociará en el caso concreto, al momento de hacer la inversión, analizando la estructura, organización, y tipo de proyecto, con lo cual, la participación mayoritaria o minoritaria del inversor dependerá de múltiples factores. Este suele ser un punto crítico en las negociaciones.

Muchas veces, las empresas aceleradas, deben mutar su estructura, reformar su estatuto para que la aceleradora pueda realizar el aporte de capital. A priori no se debería descartar la toma de participaciones mayoritarias por parte de la aceleradora ya que en una fase precoz del proyecto una toma de control podría ser beneficiosa para la empresa.

Existen algunas alternativas en este punto a considerar³:

1) Negociación de participación menor al 50%, buscando mecanismos de protección al inversor que le garantice en la práctica su derecho de veto en la toma de decisiones importantes. Algunas Aceleradoras prefieren formar parte del gobierno de la empresa mientras que otras se limitan a ser veedores de las decisiones del Directorio de la misma, otro punto más que resulta negociable en cada caso. Lo cierto es que, de optar por nombrar directores, la Aceleradora deberá contar con alguien que posea expertise en el área de negocio de la empresa acelerada y que le dedique suficiente tiempo para incidir en las decisiones que se toman, considerando también que el cargo de director suele ser remunerado. “La responsabilidad de los integrantes del directorio surge así como una responsabilidad coexistente o complementaria al de la sociedad”⁴.

2) Otra alternativa es aceptar la participación mayor al 50% por parte del inversor, e incorporar cláusulas que exijan el voto del 100% para supuestos especiales. Por otra parte, pactar la recompra del control por el empresario si se cumplen algunos hitos importantes del plan de negocios.

La experiencia argentina demuestra que la mayoría de las aceleradoras, generalmente no buscan el control de la empresa, quienes mantienen esa posición son los fundadores que están en las operaciones del día a día de la sociedad, y usualmente continúan con la administración durante el proceso de aceleración.

3. Aceleradoras. El proceso de inversión. Instrumentos legales

Una vez efectuada la selección de empresas con posibilidad de ser aceleradas/invertidas, y efectuado el *due diligence*, las aceleradoras mediante diversos mecanismos, realizan una selección definitiva de startups a invertir, para lo cual requieren de determinados instrumentos legales⁵.

Se estipulan en ellos eventos de liquidez, derechos de preferencia en la compra de acciones a favor del Inversor; Derecho de Venta Conjunta (*Tagalongright*), Derecho de arrastre (*Dragalongright*)- art. 11 inc. 8 LGS, entre otros

También cláusulas de protección al inversor, de rescate: suele ser una forma de reintegro de capital invertido, cláusulas Anti-dilución (o protección del pre-

³ Latin American Venture Capital Association, “Guía para la preparación de Cartas de Intención de Venture Capital y Private Equity” disponible en www.lavca.com

⁴ Nissen, Ricardo, “Curso de derecho societario”, Ed. Hammurabi, 3era Edición actualizada.

⁵ Eguía, José L., Papa, Rodolfo G. “Due Diligence para Abogados y Contadores”, 1ª ed.- Buenos Aires, Errepar, 2011.

cio): la aceleradora generalmente establece en su favor esta cláusula para proteger el valor de tenencia en la sociedad en caso de emisión de nuevas acciones a un valor menor al que originalmente fueron invertidas.

Haremos alusión a algunos de los instrumentos utilizados en el proceso de inversión.

3.1. Term Sheet o Carta de Intención

Es uno de los documentos fundamentales con los que cuentan las Aceleradoras para iniciar las negociaciones, donde se presentan los términos y condiciones bajo las cuales se llevará a cabo la inversión, basado en la autonomía de la voluntad de las partes, en los términos del art. 958 del Código Civil y Comercial de la Nación. Su naturaleza jurídica alude a los contratos regulado por el art. 994 y conc. y ss., del mismo cuerpo normativo.

Este documento suele ser confidencial, de manera de proteger la información del negocio y contiene cláusulas de exclusividad a los efectos de asegurar que paralelamente no se esté negociando con otros inversores.

3.2. Acuerdo de Suscripción de Acciones

El Contrato de Compraventa de Acciones o Acuerdo de Suscripción de acciones, es un acuerdo en virtud del cual el inversor se obliga a efectuar un aporte, entendido como una obligación de dar, en este caso una prestación dineraria, obligándose la sociedad a reconocerle la calidad de socio accionista con los derechos y obligaciones propios derivados de la clase de acción que suscriba.⁶ Suele contener detalles de rondas de inversión, incluyendo números y clases de acciones suscriptas, tramos de inversión, fechas de pago y suscripción, obligaciones de registración, estructura del capital social, términos del desembolso, así como declaraciones y garantías sobre la situación de la sociedad.

3.3. Acuerdo de accionistas

Por otra parte, el Acuerdo de Accionistas o Inversores, generalmente contiene protecciones a favor del inversor, derecho a la información, participación en

⁶ García Cuerva, Héctor M., “El contrato de suscripción de acciones”, Ed. De Palma, Buenos Aires.

el Órgano de Gobierno (art. 23 LGS) y derecho de compra preferente, derecho de venta conjunta, distribución de utilidades, entre otras.

4. El caso de la Aceleradora del Litoral

4.1 Forma de constitución

En el año 2017 se crea la AL mediante la formalización de un Contrato Asociativo- Consorcio de Cooperación en los términos del art. 1470 y conc. y ss. del Código Civil y Comercial de la Nación, conformado por la Universidad Nacional del Litoral, el Parque Tecnológico del Litoral Centro S.A.P.E.M y la Asociación Civil Bolsa de Comercio de Santa Fe, con el objeto de acelerar empresas de base científica con potencial de crecimiento a escala global y un alto grado de diferenciación e innovación, y de otorgarle a las mismas asistencia técnica y financiera.

En base a su propuesta de valor resultó seleccionada en la Convocatoria “Fondo Aceleración”, creada por Resolución 434-E/2017 del Ministerio de Producción de la Nación, accediendo a un Aporte No Reembolsable (“ANR”) equivalente al 50% de los costos operativos y administrativos en los que incurra y el derecho de acceder al Beneficio de Inversión Conjunta, que consiste en la entrega de una asistencia financiera a los Emprendimientos seleccionados por la AL, que será igual a dos veces la inversión realizada.

Paralelamente se optó por la constitución de un fideicomiso y por la creación de una figura societaria como administradora (fiduciaria) de las inversiones, mediante una SAU, de manera tal de poder vehiculizar las inversiones privadas.

La aceleradora bajo análisis contempla así tres figuras vinculadas: un Consorcio Asociativo, un Fideicomiso y una Sociedad Anónima Unipersonal.

4.2. Proceso de aceleración y modo de inversión

Preseleccionada la startup y previo a la realización de la inversión, la AL efectúa un *due diligence* integral que contempla aspectos financieros, laborales, ambientales, societarios, de propiedad intelectual, entre otros.

Con un resultado positivo de dicho análisis y, tomada la decisión por su órgano de administración, la aceleradora efectúa una oferta a la startup en cuestión, todo lo cual se plasma en un Term Sheet, para luego efectuar la inversión definitiva, utilizando los mecanismos legales mencionados *ut supra*.

En el caso de la AL la inversión privada se efectiviza mediante la suscripción de acciones preferidas, optando por no tomar participaciones mayo-

ritarias y permitir el control de los socios fundadores, tal como se mencionó en el punto 2 del presente. No obstante, se suelen incluir cláusulas en los documentos de la transacción para la participación de la AL en la toma de decisiones importantes de la startup.

Se establece la posibilidad que AL pueda formar parte del Directorio, pero no la obligación de hacerlo. Eso se define en cada caso concreto atendiendo al negocio en cuestión, al conocimiento específico sobre el proyecto acelerado, y a la cuestión de la responsabilidad y remuneración, en su caso.

Generalmente se suele estipular que la Sociedad invertida no distribuirá dividendos durante el período de al menos 4 años a partir de la suscripción de las Acciones Preferidas.

5. Conclusiones

Tal como quedó expresado en el desarrollo del presente trabajo, el escenario será diferente según qué tipo de inversión realice una Aceleradora y según la fase o situación en la que se encuentra la startup. En consecuencia, los instrumentos jurídicos que se celebren se ajustarán a cada caso en concreto.

La experiencia argentina demuestra, que las Aceleradoras, realizan la inversión a través de la adquisición de acciones societarias, formando así parte de la startup, y participando en ciertas decisiones sobre el desarrollo de la misma, las cuales son acordadas en los instrumentos legales mencionados para proteger al inversor.

Es el caso de AL expuesto en el presente, en el que la inversión de capital privado se concreta a través de la adquisición de acciones preferidas, paralizando el retorno de capital por un tiempo determinado, de manera de impulsar el desarrollo científico-tecnológico y dar así un plazo razonable para la maduración de la startup.