

Poder de Negociación

Los Contratos Eficaces De Capital De Riesgo Tienen Muchas Formas

Investigación de Steven N. Kaplan y Per Strömberg

¿Cuánto pueden protegerse los inversionistas en capital de riesgo contra las pérdidas si una inversión llega a fracasar? ¿Cuánto control deben estar preparados los emprendedores a ceder? ¿Qué sucede a ambas partes cuando un nuevo emprendimiento resulta exitoso? Escribir el contrato financiero apropiado es fundamental para abordar con éxito las etapas buenas, malas y medias en los nuevos emprendimientos.

Entre 1996 a 1999, en la medida en que más y más gente aprendía quienes daban a los punto-com su financiamiento inicial, los fondos de capital de riesgo (VC por sus siglas en inglés) se transformaron en jugadores bien conocidos más allá de la comunidad de negocios. Los VCs y los emprendedores se unían bajo una idea prometedora y un sólido plan de negocios. Si los VCs se decidían a invertir, le entregaban a los emprendedores un listado de condiciones y términos de inversión. Esto comenzaba una serie de negociaciones para bosquejar y definir un contrato, proceso que puede tomar entre unos pocos días hasta un año.

Una amplia gama de teorías económicas en capital de riesgo se ha desarrollado en años recientes, la mayoría toma posiciones conflictivas acerca de cuales aspectos de los contratos financieros son los más importantes y qué tipos de contratos son posibles. En "La Teoría Financiera se Encuentra con el Mundo Real: Un Análisis Empírico de los Contratos de Capital de Riesgo",¹ dos profesores de la escuela de negocios de la Universidad de Chicago, Steven N Kaplan y Per Strömberg, desarrollan una aproximación comprensiva al estudiar contratos de capital de riesgo, en vez de confiar en el folklore del mercado y en la evidencia anecdótica como se ha hecho en el pasado. Usando una amplia muestra de contratos de capital de riesgo, los autores encuentran que los contratos del mundo real son mucho más complejos de lo que las teorías existentes predicen, con un sorprendente grado de variabilidad entre un contrato y el siguiente.

Kaplan y Strömberg encuentran que los financiamientos de capital de riesgo permiten a los VCs asignar por separado derechos sobre los flujos de caja, directorio, voto, liquidación, y otros derechos de control, a menudo contingentes a medidas de desempeño. En general, los derechos de directorio, voto y liquidación son asignados de forma tal que los VCs obtienen el control completo si la compañía se desempeña pobremente. A medida que el desempeño mejora, el empresario/emprendedor obtiene más derechos de control. Si la compañía se desempeña muy bien, los VCs entregan la mayor parte de sus derechos de control y liquidación y mantienen solamente sus derechos sobre los flujos de caja.

Según Kaplan, "los emprendedores tienen que entender que aunque muchos contratos parecen muy ásperos, y que pudiera parecer como que los VCs tienen demasiado control, no es realmente el caso". "Si no se escriben los contratos de cierta manera, los VCs no

¹ "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts"

entregarán ningún financiamiento, y algunos emprendedores tienen problemas para entender esto".

Para los nuevos emprendedores, es importante entender los puntos más sutiles de los contratos de capital de riesgo, y en particular los derechos de los VCs. Tal como los autores han encontrado en conversaciones con los VCs del estudio, incluso los VCs estacionales pueden beneficiarse al saber como otros VCs están estructurando sus contratos. Al atraer la atención a las complejidades de los contratos de capital de riesgo, el estudio abre la puerta a negociaciones más informadas y mejores tomas de decisión.

Los Derechos

Según Strömberg, "subyacente en todas las negociaciones está el deseo de cada parte por conseguir la tasa de retorno requerida por la inversión realizada". "También es necesario alinear los incentivos para asegurar que cada parte esté trabajando por las mismas metas, y para asignar el control de forma tal que se pueda cambiar las cosas si las metas no son alcanzadas".

Kaplan y Strömberg basaron su estudio en una muestra de 213 inversiones en 119 compañías realizadas por 14 firmas de capital de riesgo. Cada empresa proporcionó los acuerdos contractuales que gobernaban cada ronda de financiamiento en la cual participaron. Cuando estaba disponible, la firma de capital de riesgo también proporcionó el plan de negocios de la compañía, las evaluaciones internas de la inversión e información sobre el funcionamiento posterior.

Según Kaplan, "estos contratos son adaptados a distintas situaciones, y hay muchas palancas que los VCs pueden usar".

Una de las primeras decisiones en las negociaciones de los contratos es el tipo de títulos emitidos para los VCs. Títulos separados son usados para los VCs y para los emprendedores para permitir a los VCs derechos diferentes. Por ejemplo, los derechos respecto del control y liquidación, están vinculados a las acciones de los VCs. Kaplan y Strömberg encuentran que la acción preferente convertible es el título usado más comúnmente, siendo usada en 204 de las 213 rondas de negociación en estudio. El aspecto "preferente convertible" de la acción permite al VC convertir la acción en una acción ordinaria si la compañía se desempeña bien, y a utilizar la acción como un bono si la compañía se desempeña mal. Incluso en casos cuando se utilizan acciones ordinarias, los VCs obtienen clases de acciones ordinarias con distintos derechos que los de los fundadores.

Similarmente, los contratos permiten distintos derechos sobre los flujos de caja para los inversionistas y los fundadores. Según Strömberg, "los derechos sobre los flujos de caja determinan como se 'reparte la torta' entre los VCs y los empresarios una vez la compañía se abre al público. El reparto es a menudo contingente a medidas de desempeño". En los contratos de la muestra, los VCs controlan en promedio aproximadamente el 50 por ciento de los flujos de caja, los fundadores el 30 por ciento, y otras partes el 20 por ciento, indicando que los fundadores entregan una fracción importante de la propiedad.

Los derechos sobre los flujos de caja en una liquidación y los derechos de rescate trabajan juntos para proteger la inversión de los VCs si es que la compañía se vende o se desempeña mal. En casi todos los casos, los VCs tienen derechos en la liquidación mayores a los de las acciones ordinarias de los fundadores. En el 98 por ciento de los casos, las demandas de los VCs son por lo menos tan grandes como su inversión.

Según Strömberg, "los derechos de liquidación no van a ser muy importantes si la compañía fracasa, porque no habrá nada restante para liquidar. Estos derechos llegan a ser importantes cuando la compañía se está desempeñando simplemente bien, pero no en forma extraordinaria. Poner los derechos de liquidación y rescate juntos significa que si nada ha sucedido en cinco años, por ejemplo, el VC tiene el derecho de exigir reembolso. Es una manera de sacar el dinero de las empresas que se están desempeñando de forma marginal".

Los derechos de directorio y voto permiten a los VCs tener influencia en decisiones acerca de la gerencia superior, estrategias corporativas, y cualquier otra acción no especificada en el contrato original. En el 18 por ciento de los casos, se hacen provisiones de modo que el VC consiga el control completo del directorio si la compañía se desempeña pobremente. En las primeras rondas de capital de riesgo, el 41 por ciento de los casos permiten a los VCs tener mayoría de votación.

Construyendo Incentivos Para Los Emprendedores

Kaplan y Strömberg encuentran que los financiamientos de capital de riesgo incluyen un número adicional de términos y de condiciones más allá de los derechos básicos. Por ejemplo, los financiamientos de capital de riesgo incluyen a menudo las provisiones de conversión automáticas en las cuales los títulos en posesión de los VCs se convierten automáticamente en acciones ordinarias bajo ciertas condiciones. Estas condiciones requieren que ciertos objetivos financieros sean alcanzados, y dependen casi exclusivamente de una oferta pública inicial de acciones que exceda un precio señalado para la acción ordinaria. Si la compañía se abre al público a un alto valor, los VCs mantienen solamente sus derechos sobre los flujos de caja, cediendo la mayoría del control a los empresarios. En algún punto después de que los VCs entregan el control, estos venden sus acciones y se orientan a nuevas inversiones.

Una provisión de conversión automática está presente en el 95 por ciento de las rondas de financiamiento. Los financiamientos que incluyeron esta provisión también requirieron que el precio de la oferta pública inicial sea en promedio tres veces mayor que el precio de la acción en la primera ronda de financiamiento. Por lo tanto, los VCs no están dispuestos a ceder el control a menos que tripliquen su dinero.

Muchos contratos también utilizan cláusulas de cesión y de no competencia para hacer costoso a los emprendedores el dejar la firma. Atar al emprendedor a la firma es particularmente importante en los casos donde la mayor parte del valor de la empresa reside en habilidades únicas del emprendedor. También, las cláusulas de cesión dan a los VCs una manera de remover a un gerente con mal desempeño sin tener que mantenerlo como un potencial inversor minoritario que obstruya actividades en el futuro.

Las cláusulas de cesión requieren que las acciones del emprendedor cedan en un cierto plazo, y así si el empresario se va antes del final del período de cesión, éste pierde sus

acciones. Esta disposición es utilizada en aproximadamente el 41 por ciento de las rondas de financiamiento. Los VCs también pueden requerir a los empresarios firmar un contrato de no competencia que les prohíbe trabajar para otra firma en la misma industria por un cierto período de tiempo después de irse. Las cláusulas de no competencia son usadas en aproximadamente el 70 por ciento de los financiamientos.

De las muchas contingencias posibles asociadas a diversos derechos, un 73 por ciento de los financiamientos incluye por lo menos una contingencia. En casi el 15 por ciento de los financiamientos, los VCs proveen solamente una porción del financiamiento comprometido al momento de la firma del contrato de financiamiento. El financiamiento adicional es contingente del desempeño posterior y de acciones subsecuentes. Además del desempeño financiero, los VCs también pueden considerar indicadores tales como funcionamiento del producto, aprobación por parte de la FDA o de patentes. Los resultados de Kaplan y de Strömberg contradicen teorías anteriores, que argumentaban que tales contingencias basadas en desempeño no se podían escribir en los contratos porque no pueden ser medidas. Los VCs pueden escribir contratos con una variedad de contingencias, indicando las acciones gerenciales que el VC está intentando inducir o evitar.

Estudios Futuros

Este estudio es el primero en una serie de documentos sobre el proceso de inversión de los capitales de riesgo que Kaplan y Strömberg están desarrollando. Un segundo documento examina la selección de inversiones, mirando cómo los VCs monitorean y apoyan sus inversiones después de que se escriben los contratos. Actualmente están investigando los capitales de riesgo fuera de los Estados Unidos. Hasta recientemente, los capitales de riesgo han sido menos frecuentes y menos exitosos fuera de los Estados Unidos, y su estudio examina las causas.

Con respecto a este estudio inicial sobre los contratos financieros, Kaplan destaca, "Hay un verdadero punto de vista de política pública. Si estos contratos son sensibles en los Estados Unidos, y otros países desean saber como pueden conseguir más VCs para invertir, entonces éstas son las cosas que otros países deben hacer que sus leyes permitan".

Steven N. Kaplan es profesor Neubauer Family de Emprendimiento y Finanzas en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago. Per Strömberg es profesor asistente de finanzas en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago.