

Cláusulas antidilución en operaciones de Venture Capital

Sergio Antón Sanz

Socio del Departamento de Mercantil de Gómez Acebo & Pombo

¿En qué consisten las cláusulas antidilución?

Las cláusulas antidilución tienen como objetivo proteger al inversor en el supuesto de que la compañía en la que ha invertido emita nuevo capital a un precio por acción inferior al que ha pagado el inversor.

Las valoraciones de las compañías en etapas tempranas o con nuevos nichos de mercado pueden variar significativamente y más si cabe en el contexto económico en el que nos encontramos. Esto provoca que los inversores busquen protegerse en el supuesto de una futura ronda de financiación a menor valor ("*down-round financing*"). Como norma general, cuanto más elevada sea la valoración de entrada del inversor ("*pre-money valuation*") mayor es el riesgo y, por tanto, más necesario será para el inversor incorporar a su favor este tipo de mecanismos de protección. Como excepción a lo anterior, en el contrato de accionistas suele pactarse que dichos mecanismos no serán de aplicación en el supuesto de ejecución de opciones sobre acciones a favor de empleados hasta un límite máximo sobre el capital social de la sociedad.

Derecho de asunción preferente bajo derecho español

La Ley de Sociedades de Capital establece en su artículo 304 el derecho de todo socio o accionista a asumir o suscribir un número de participaciones/acciones proporcional al valor nominal de las que posea en los futuros aumentos de capital con cargo a aportaciones dinerarias. Si bien este derecho (legalmente reconocido) es el mecanismo antidilución más básico, en muchas ocasiones no es suficiente para proteger a los inversores

ya que, en muchas ocasiones, los inversores no pueden acudir a las nuevas rondas y, por tanto, su participación se ve especialmente diluida (por ejemplo, en el caso de que el inversor fuera un fondo de capital riesgo, bien porque éste no tenga más dinero para invertir, porque según su reglamento no pueda seguir invirtiendo más dinero en una misma compañía o bien porque haya finalizado su periodo de inversión). En otras ocasiones, aún cuando el inversor pueda seguir participando en futuras ampliaciones de capital y mantener su porcentaje en el capital, si la ronda se hace a un menor valor, habrá pagado un precio medio más alto que el precio actual de la compañía.

Clases de cláusulas antidilución

A continuación explicaremos las cláusulas antidilución más habituales en operaciones de *venture capital* y su funcionamiento práctico.

1. Cláusulas de precio medio ponderado o "*Weighted Average Price*":

Las cláusulas antidilución más comunes son las denominadas de precio medio ponderado o "*weighted average price*". Mediante este mecanismo se calcula un nuevo precio medio para el inversor (siempre más bajo que el precio de entrada inicial del inversor). El importe total invertido por el inversor dividido por dicho nuevo precio medio determinará el número de acciones totales a las que tiene derecho y, por tanto, el número de acciones adicionales que el inversor deberá recibir.

Existen dos modalidades fundamentales de cláusulas "*weighted average price*": (i) "*broad*

based weighted average price"; y (ii) "narrow based weighted average price", cuyo funcionamiento se explica a continuación a través del siguiente ejemplo:

Una compañía presenta la siguiente estructura de capital.

	Acciones iniciales	Ronda B	Ronda C
Fundadores	30.000	30.000	30.000
Inversor A	45.000	45.000	45.000
Inversor B	0	30.467	30.467
Inversor C (down-round)	0	0	21.093
Total		105.467	126.561

El Inversor B ha invertido 3 millones de euros a un precio por acción de **98,47 euros** y ha adquirido 30.467 acciones. En un momento posterior se produce una nueva ronda de financiación (*down-round*) en la que entra en el capital el inversor C y en la cual se emiten 21.093 acciones a un precio de **47,41 euros** y, se invierten, en total 1 millón de euros.

Veamos como funcionarían las diferentes modalidades de cláusulas *"weighted average price"* a favor del Inversor B.

1. A) Broad based weighted average price:

Bajo esta modalidad se aplica la siguiente fórmula:

- i) Precio medio = Total acciones * Precio B + Ampliación capital / total acciones + acciones adicionales.

$$\begin{aligned} \text{Precio medio} &= 105.467 * 98,47 + \\ &+ 1.000.000 / 105.467 + 21.093 = \\ &= 89,96 \text{ euros} \end{aligned}$$

- ii) Número de acciones totales del Inversor B = Inversión Inversor B / nuevo precio medio

$$\begin{aligned} \text{Numero de acciones totales del Inversor B} &= 3.000.000 / 89,96 = 33.349 \text{ acciones} \end{aligned}$$

- iii) Numero de acciones nuevas a emitir a favor del Inversor B = Acciones totales – Acciones anteriores

$$\begin{aligned} \text{Número de acciones nuevas a emitir a favor del Inversor B} &= 33.349 - 30.467 = \\ &= 2.882 \text{ acciones} \end{aligned}$$

Es decir, bajo esta modalidad el Inversor B tendría derecho a recibir 2.882 nuevas acciones de tal manera que el capital después de aplicar el mecanismo antidilución quedaría como sigue:

	Ajuste (BROAD)	Tras ajuste
Fundadores	0	30.000
Inversor A	0	45.000
Inversor B	2.882	33.349
Inversor C (down-round)	0	21.093
Total	2.882	129.443

Evidentemente esto provoca una dilución en el resto de socios y el Inversor C habrá tenido en cuenta el mecanismo antidilución al negociar su entrada.

En esta modalidad es muy importante definir claramente en el contrato de socios qué número debe considerarse como "Acciones Totales". Por ejemplo, deberá determinarse si se incluyen o no aquellas opciones sobre acciones que la compañía haya emitido bajo un plan de opciones o similar. Normalmente la compañía querrá incrementar este número y el inversor disminuirlo.

1. B) Narrow based weighted average price:

La principal diferencia con la modalidad descrita en el apartado 1.A anterior es que en la fórmula no se tienen en cuenta todas las acciones anteriores sino tan sólo las acciones protegidas del Inversor B. Dicha diferencia provoca que el precio medio baje normalmente siendo, por tanto, una fórmula más beneficiosa para el inversor, ya que éste recibirá un mayor número de acciones.

Bajo esta modalidad se aplica la siguiente fórmula:

- i) Precio medio = Acciones B * Precio B + Ampliación capital/ Acciones B + acciones adicionales.

$$\begin{aligned} \text{Precio medio} &= 30.467 * 98,47 + \\ &+ 1.000.000 / 30.467 + 21.093 = \\ &= 77,58 \text{ euros} \end{aligned}$$

- ii) Número de acciones totales de B = Inversión Inversor B/ nuevo precio medio

$$\begin{aligned} \text{Numero de acciones totales} \\ \text{de B} &= 3.000.000 / 77,58 = \\ &= 38.670 \text{ acciones} \end{aligned}$$

- iii) Numero de acciones nuevas a emitir a favor del Inversor B = Acciones totales – Acciones anteriores

$$\begin{aligned} \text{Número acciones nuevas a emitir a} \\ \text{favor de B} &= 38.670 - 30.467 = 8.203 \text{ acciones} \end{aligned}$$

Es decir, bajo esta modalidad el Inversor B tendría derecho a recibir 8.203 nuevas acciones de tal manera que el capital después de aplicar el mecanismo antidilución quedaría como sigue:

	Ajuste (NARROW)	Tras ajuste
Fundadores	0	30.000
Inversor A	0	45.000
Inversor B	8.203	38.670
Inversor C (down-round)	0	21.093
Total	8.203	134.764

Como puede verse, en este escenario el Inversor B recibiría más acciones adicionales ya que tan sólo se tienen en cuenta en la fórmula las acciones protegidas del socio B.

Evidentemente, el impacto en la aplicación de estas fórmulas dependerá en gran

medida del tamaño y el precio por acción de la ampliación de capital.

2. "Full ratchet":

La fórmula del "full ratchet" es mucho más sencilla que las fórmulas "weighted average price". Se trata de una fórmula más protectora para el inversor pero quizá demasiado agresiva para la compañía. Bajo esta cláusula el Inversor B tendría derecho a un precio medio igual que el precio de la nueva ronda de financiación, esto es, 47,41 euros. En este caso, el socio B tendría derecho a recibir 32.811 nuevas participaciones.

3. "Pay to play":

En ocasiones los mecanismos referidos en los apartados 1 y 2 anteriores se combinan con el denominado "pay to play" a favor de la compañía. Es decir, el inversor sólo podrá disfrutar de su derecho antidilución si sigue participando en las nuevas rondas, fijándose normalmente límites cuantitativos.

Suscripciones de nuevas acciones por parte de inversor protegido bajo derecho español.

A la hora de redactar estas cláusulas en el correspondiente acuerdo de accionistas es importante recoger la renuncia del resto de socios a su derecho de asunción preferente en favor del inversor protegido. La mayoría de las inversiones en España en operaciones de *venture capital* suelen hacerse en sociedades de responsabilidad limitada y la Ley de Sociedades de Capital exige que el valor nominal de las nuevas participaciones esté íntegramente suscrito. Si el nuevo socio no quiere asumir ni siquiera la obligación de desembolsar el valor nominal de las nuevas participaciones habrá que tenerlo en cuenta en la redacción de la cláusula. Para ello, una fórmula relativamente común, es exigir a las compañías la creación de una reserva para el supuesto de ejercicio de derecho antidilución con la finalidad de no tener que desembolsar el nominal, ya que el inversor recibiría las nuevas acciones gratuitamente mediante un aumento de capital con cargo a reservas disponibles. En otras ocasiones, los inversores exigen que los fundadores u otros socios de referencia (que, normalmente han entrado a valoraciones muy inferiores) les

otorguen un derecho de opción de compra para el ejercicio de derecho antidilución.

Conclusión:

Las cláusulas antidilución proporcionan a los inversores un mecanismo muy eficaz para minimizar

el impacto negativo que sobre su inversión pueden implicar rondas de financiación a valoración inferiores. La determinación de la cláusula específica a utilizar dependerá en gran medida de cada supuesto y, en particular, de la valoración inicial de entrada y la estructura de capital de la compañía.