

# TU ME HACES FALTA

*Tanto los inversores como los emprendedores dicen que es imposible sobrevivir sin abogados en el mundo del start-up.*

**H**ace pocos años, Softbank pagó US\$ 100 millones por el 33 por ciento de Yahoo!, una compañía que en aquel momento estaba formada por 15 chicos en un "cuartito". Por cada US\$ 15.000 que invirtió la empresa, hoy tiene US\$ 5 millones. Este es, tal vez, el ejemplo más acabado de lo que representa el "e-world". Un mundo donde todo cambia. Incluso, el rol de los abogados en el desarrollo de la estructura del negocio. Un lugar donde los abogados hacen trueque por acciones u opciones, si les interesa el proyecto.

Mientras dan forma a una suerte de batería de contratos, los "lawyers" tienen que lidiar con los acuerdos de publicidad y tanto de los que surgen del derecho civil como de los de locación o trabajo. Todo sin olvidar la estrategia. Porque —como define Juan Cambiasso, socio del estudio de Marval O'Farrell & Mairal— en este metier hay espionaje y bloqueo. "Cuando uno sale con un negocio con un nombre que dice lo que va a hacer, tiene que proteger esa creación", advierte.

Lo cierto es que, en la región, no todos los profesionales saben que una hora de Internet representa cuatro de la vida real ni que tres meses representan un año. "Y que la noche está hecha para dormir, cuando se puede", agrega Cambiasso.

Sebastián Córdova Moyano, del estudio Muñoz de Toro & Muñoz de Toro, con-



cuerda en lo general con el abogado de Marval O'Farrell & Mairal, pero cree que todavía algunos entrepreneurs se descuidan y los visitan cuando los pro-

blemas ya se presentaron. "Muchas veces, los emprendedores se encuentran con novedades, como un contrato de exclusividad, o con que tienen que armar una sociedad, o que el inversor ya les impuso restricciones en algún papel que firmaron", explica. Entonces, el estudio tiene que salir en su ayuda. "Hoy, un fondo bastante conocido le recomienda a un grupo de entrepreneurs que busque abogados, y mientras los estamos asesorando, el fondo los hace firmar un acuerdo de exclusividad que les prohíbe a los

creadores pagarles a los abogados con 'equities'", agrega Fabian D'Aiello, co-equiper de Córdova Moyano en el estudio. "En ese tipo de situaciones —continúa D'Aiello—, los creadores de la empresa se quedan solos, porque no tienen cash para pagar y, por otro lado, no nos podían dar equities porque se los prohibía el fondo."

Para evitar estos inconvenientes, es necesario cumplir con la regla número uno de "capital searcher": no negociar sin "lawyers". "Lo más sano es desarrollar la idea con un abogado, y recién después encarar un posible inversor", agrega D'Aiello. Y no debe olvidarse de armar la sociedad "off shore" en las Antillas Holandesas, islas Vírgenes británicas, Cayman o Delaware, jurisdicciones importantes por sus ventajas impositivas. En esto todos coinciden.

"Si se constituye un 'stock option plan' en el país, podría llegar a interpretarse que las acciones son remunerativas y, por tanto, que forman parte del salario. Si esto sucede, están sujetas a retenciones, lo cual, en caso de despido, podría traer consecuencias", dice Córdova Moyano.

## ¿EN QUE TRABAJAN LOS START-UP LAWYERS?

- Constitución de la sociedad holding off shore y de las respectivas subsidiarias.
- Determinación de los derechos y obligaciones de los socios, y pasos a seguir en las distintas rondas de capitalización.
- Stock Option Plan.
- Confección y firma de contratos del derecho civil (entre ellos, los de locación de oficinas y contratos laborales).
- Análisis del marco jurídico para conocer los

posibles impedimentos para desarrollar determinada actividad o prestar un determinado servicio.

- Celebración de contratos operativos (con los proveedores de IT, además de alianzas, acuerdos por publicidad, etcétera).

- Registro de la marca, nombre de dominio y el diseño del sitio.

- ¿Cuándo canjean parte de los honorarios por acciones? En aquellos casos en los que el proyecto les parece innovador.

La clave es, entonces, determinar cuándo se debe llamar al abogado. "The sooner is the better", asegura Federico Agardy, director de FiduCorp, administradora de fondos de inversión como Small Enterprise Growth Fund y Antartic Ventures, entre otros. El ejecutivo opina que "los



JUAN CAMBIASSO, DE MARVAL O'FARRELL & MAIRAL.

dicional es la velocidad." Para Dyzenchauz, una compañía no debe dejar para más adelante las definiciones conceptuales del negocio, y el marco legal es la base que hace posible cualquier negocio. "Los errores, las decisiones apresuradas, se pagan muy caro, y no sólo en dinero, sino en tiempo perdido. Todo lo que uno no haga lo hará la competencia. Por eso los abogados nos asesoran desde la fundación de la empresa."

Además, los inversores apuestan a proyectos con un potencial de rentabilidad interesante, que presenten un management capacitado y sólido, y cuyo modelo de negocios esté insertado en una estructura jurídica adecuada y sólida. Nadie entrega dinero si no se cumplen estas tres variables.

Y una estructura sólida no es algo sencillo de armar. Es necesario completar una lista de tareas, casi interminable. "En primer lugar, es necesario proteger la propiedad intelectual de la creación. Paralelamente, se deben registrar dominios y marcas y constituir la sociedad en el país o países donde se pretende operar. No es fácil en todos los países, porque ocurre que en ciertos países, como España, la sociedad debe tener el mismo nombre del dominio", dice Cambiasso. El abogado es claro: la mala estructura de un proyecto de este tipo es letal. "No se los venden a nadie. Básicamente, porque en la primera ronda son los amigos los que aportan capital. La segunda es la ronda de gente que se asesora." Esto es clave para que la sociedad pueda crecer con la recepción de capital.

Sin olvidar, por supuesto, el acuerdo de

accionistas, además de establecer cómo se van a llevar a cabo la segunda y la tercera vueltas.

**MOMENTO DE DECISION.** Puestos a elegir, los entrepreneurs tienen muchas opciones, y la decisión no es sencilla. Las especializaciones son claras. Existen abo-

## RAZONES

*Diferencia entre un proyecto bien armado y uno mal armado.*

- Hay que emparchar
- Hay que hacer de nuevo.
- Se pierden equity, tiempo e inversores.

## HONORARIOS

*Cómo cobran los abogados que intervienen en un start-up.*

- Por hora
- Por capitalización de los honorarios en equity
- Por equity

*Fuente: Estudio Marval O'Farrell & Marval y Muñoz de Toro & Muñoz de Toro.*

abogados tienen que preparar el camino para la entrada de un capital de riesgo, estructurar la compañía como para un rápido 'due diligence', e incluso darle seriedad e importancia a un sitio con el respaldo de un estudio de categoría".

German Dyzenchauz, CEO de Invicto.com, portal dedicado al fútbol, concuerda: "El estudio de abogados que asesore a una empresa de Internet juega un rol crítico". Para Dyzenchauz, su estudio (Bouzat, Rosenkrantz & Zbar) recibió acciones de la empresa, y tuvo un papel decisivo en la construcción de la empresa. "La estrategia de expansión del negocio es un factor clave que debe contemplar la estructura jurídica elegida. Y precisamente lo que diferencia a una empresa de Internet de un emprendimiento tra-

gados que trabajan con fondos, abogados de inversores y de emprendedores. "El inversor muchas veces quiere tener el control político. Nos pasó que un 'angel' quería poner una cláusula que dijera que si las cosas salían mal, los dueños de la idea tenían que dejar de trabajar durante tres años", agrega D'Aiello. Lo que no se puede olvidar es que es necesario tener un abogado cerca para estructurar bien un proyecto. "Un mal plan complica la entrada del 'venture capitalist' por la valuación anterior y por los efectos de una dilución", dice Agardy. "Valuar un proyecto demasiado alto diluye demasiado en una próxima ronda al primer inversor; y valuar demasiado bajo diluye demasiado al fundador, aunque se puede aumentar su participación con op-

## ESTRUCTURA DE CAPITAL

*El reparto del capital tiene muchas variantes. Los abogados son asesores y protagonistas.*

La estructura de capital es variable. En principio, los fundadores reparten "su" equity inicial. Cuando entra el seed investor, es necesario otro common stock. Paralelamente, se desarrolla la sociedad off shore que permite pagar con acciones sin formar parte del sueldo. "Se preservan acciones para atender las opciones del stock option. Puede ser que las tenga la compañía o que las acciones las tengan los fundadores y las vayan librando", explica D'Aiello, del estudio Muñoz de Toro. Otra posibilidad es que se les

entreguen acciones a los empleados, pero se dejen en scrow. "De esa forma, la compañía tiene opción de recompra de esas acciones", agrega Córdoba Moyano. Además de recibir acciones, el estudio no permite la compra. "Si lo hacemos no vamos a riesgo y perdemos el upside. Si hacemos eso, establecemos que el dueño te duplique las acciones cada año", explica D'Aiello. Sea cual fuere el resultado, el esquema debe mantener el equilibrio entre el inversor, los fundadores y la parte reservada para stock options.



ciones en el futuro”, agrega el hombre de FiduCorp.

Para Gastón Isoldi, CEO de Fiera.com, es muy importante el rol de un estudio en cualquier empresa. “Internet, al ser un campo de batalla nuevo, requiere, indeluctablemente, apoyarse en un estudio que tenga el debido soporte académico para que pueda estar al día con todas las modificaciones que se van haciendo a las leyes, las que intentan, de alguna manera, poner un marco de regularización de las operaciones”, explica el CEO.

Isoldi no duda: la diferencia entre un proyecto bien o mal estructurado es la misma que hay entre éxito y fracaso.

**CAMBIAR FIGURITAS.** En este contexto, algunos estudios comienzan a aceptar la posibilidad de diferir utilidades si tienen riesgo de ganar más. “Porque cobrar por el éxito es una forma de hacerle precio al cliente”, asegura Cambiasso. Pero para eso, primero se asesoran con especialistas. “Somos cautelosos, pero no descartamos la posibilidad”, explica el abogado, quien, en general, evalúa la cantidad de trabajo y el “cash flow” en cada caso. Los entrepreneurs sienten alivio con este tipo de arreglo. Después de todo, el costo de los documentos, como el acuerdo de accionistas, “stock options plan”, constitución de una compañía y marcas cuesta entre US\$ 20.000 y US\$ 40.000. El fee aproximado es US\$ 2.000 por mes, o se financia el 70 por ciento del costo. “Algunos piden un 1 a 3 por ciento en opciones a un ‘strike price’ de la primera ronda”, explica Federico Agardy. En el último caso, el estudio debe negociar su porcentual en la estructura de capital que, en general, comienza siendo un 20 o 30 por ciento del “angel investor”, y el resto, de los fundadores más algunas opciones.

Si ingresan a la sociedad en esa etapa, llegarán juntos a la primera ronda de capitalización, donde entre el 20 y el 30 por ciento del nuevo capital nuevo va al “venture capitalist”. En la segunda ronda, el segundo “capitalist” se lleva otro 30 por ciento. Esa estructura termina con un 30 o 40 por ciento de la empresa para los fundadores y el management incluyendo opciones, un 50 a 60 para los “venture capitalists”, y un 10 por ciento para el “angel”. Cualquiera sea el acuerdo, todos coinciden en que, dentro de la comedia de “enredos.com”, los abogados tienen un protagonismo garantizado. ■

Mónica Gardón Canella

## DICCIONARIO

**VESTING** Mecanismo para la entrega de acciones de una compañía (u opciones para la compra de acciones) a ciertos funcionarios clave, asesores o al management en forma progresiva, conforme a un cronograma preestablecido en un stock option plan, como contraprestación por los servicios prestados o a prestarse. Se otorga habitualmente a quienes se incorporan en las primeras etapas del proyecto, y brinda a sus beneficiarios un upside potencial.

**VESTED SHARES** Acciones que se entregan en forma progresiva a ciertos funcionarios clave, asesores o al management de una compañía una vez vencido el período de vesting y que otorgan a su titular todos los derechos inherentes a las mismas, sin perjuicio de las restricciones a la transferencia, acuerdos de sindicación de acciones u otras limitaciones específicas a fin de garantizar la permanencia de dicho personal.

**UNVESTED SHARES** Acciones aún no entregadas a los beneficiarios del stock option plan atento a no haberse cumplido el período de vesting establecido para la liberación de las mismas. No otorgan derechos hasta su entrega a los mismos.

**QUALIFYING SALE** Salida a bolsa de una compañía que determina la aceleración total o parcial del período de vesting y la eliminación de las restantes restricciones a la transferencia, a fin de permitir al personal la salida junto con los fundadores.

**TAG-ALONG** Derecho de un accionista de incluir sus acciones en la venta acordada por su socio.

**DRAG-ALONG** Derecho de exigir a un socio que incluya sus acciones en la venta (o compre sus acciones) a fin de retirarse de la inversión.

**REGISTRATION RIGHTS** Derecho de requerir que la empresa realice un IPO dentro de un cierto plazo.

**PIGGYBACK RIGHTS** Derecho del socio de una compañía registrada para la oferta pública de requerir que su tenencia sea incluida en la oferta.

**DEADLOCK** Desacuerdo entre los accionistas respecto de las consent actions. Permiten retirar la inversión a través del ejercicio de los tag-along y drag-along rights.