

Brad Feld  
Jason Mendelson

# Cómo cerrar rondas de financiación con éxito

---

Traducido por  
Manuel Matés,  
emprendedor  
e inversor

Una guía práctica  
para operaciones  
de capital riesgo



Libros de Cabecera

# Cómo cerrar rondas de financiación con éxito

Brad Feld y Jason Mendelson

El desarrollo de un negocio requiere de financiación por parte del propio emprendedor o empresario, de su familia y amigos (las 3F) o bien por parte de alguien externo como una firma de capital riesgo o *business angels*. Si buscas dinero para abordar una etapa inicial de tu empresa o para acometer algún proyecto concreto y nunca antes has recurrido a inversores profesionales, este libro será la guía imprescindible para comprender cómo funcionan y cómo conseguir tu objetivo de financiación. Y si quieres ser inversor, también será tu guía de referencia.

Brad Feld y Jason Mendelson son dos emprendedores e inversores norteamericanos con más de 20 años de experiencia, que decidieron escribir este libro tras constatar que no había ninguna obra que tratara de forma divulgativa la consecución de dinero a través de los inversores de capital riesgo. Su libro ha tenido una gran aceptación en Estados Unidos, donde ha sido unos de los best sellers de *The Wall Street Journal*.

Esta guía práctica explica el contexto de la industria del capital riesgo –quién la forma, cuál es su papel, cómo funciona el proceso de financiación, qué implicaciones tiene, cómo negociar, etc.– y sitúa en el eje central los aspectos fundamentales del acuerdo de financiación, es decir, el *term sheet* o lista de condiciones.

Este manual va dirigido a emprendedores noveles y experimentados, aspirantes a inversor e inversores senior, profesionales que trabajan o que quieran trabajar en la industria del capital riesgo o en *family offices*, abogados y, en general, a cualquier persona interesada en el ecosistema emprendedor, inversor y de las *startups*.

El libro incluye unos anexos con documentos legales y recursos adicionales, y unos glosarios de términos español-inglés-español de gran utilidad.

**Libros de Cabecera**  
[www.librosdecabecera.com](http://www.librosdecabecera.com)

IBIC: KFFM  
ISBN: 978-84-943742-6-5



9 788494 374265

# **Cómo cerrar rondas de financiación con éxito**

Una guía práctica para  
operaciones de capital riesgo

Brad Feld y  
Jason Mendelson

Prólogo de Dick Costolo  
Traducción de Manuel Matés  
García

**Libros de Cabecera**

[www.librosdecabecera.com](http://www.librosdecabecera.com)

Barcelona - Madrid

# Libros de Cabecera

Libros de empresa y economía

**Libros de Cabecera** pretende hacer llegar a empresarios, directivos, consultores, emprendedores, estudiantes y, en general, cualquier persona interesada en el mundo de la empresa y la economía, contenidos que **inspiren a la acción** en el mundo de los negocios y la gestión empresarial.

La filosofía por la que nos regimos es la de la **divulgación rigurosa**, aunando la precisión en el tratamiento de los temas con una redacción fácil de seguir, que ayude a los lectores a la puesta en práctica de las conclusiones y sugerencias de los autores. Defendemos que los textos divulgativos y amenos pueden ser serios y rigurosos.

Aunque muchos de nuestros autores son noveles como escritores, todos son expertos en las materias que exponen. Nuestro equipo de edición, compuesto de profesionales que aúnan las competencias editoriales con un amplio conocimiento del mundo empresarial, trabaja conjuntamente con ellos para que cada libro que publiquemos cumpla con los parámetros de **excelencia, simplicidad y orientación a la acción**.

Nuestras colecciones constan de manuales prácticos, libros temáticos, ejemplos de mejores prácticas, ensayos de actualidad y textos académicos con tono divulgativo.

En definitiva, ambicionamos que todos nuestros libros se lean y que sean la referencia sobre el tema que traten. Aspiramos a que se conviertan en auténticos *libros de cabecera* para nuestros lectores.

Confiamos, querido lector, que a ti también te ocurra con este libro.

A los mejores padres del universo:  
Robert Mendelson y Stanley Feld

Traducción del libro original *Venture Deals. Be Smarter than Your Lawyer and Venture Capitalist* (Second Edition), de Brad Feld y Jason Mendelson, publicado por John Wiley & Sons, Inc., en Hoboken (New Jersey) en 2013

1ª edición: septiembre 2015

© 2015 Brad Feld y Jason Mendelson

© 2015 De la traducción al español Manuel Matés García

Derechos exclusivos de edición en español reservados para todo el mundo y propiedad de la traducción:

© 2015 Libros de Cabecera S.L.

Rambla de Catalunya, 53, 7º G

08007 Barcelona (España)

[www.librosdecabecera.com](http://www.librosdecabecera.com)

Reservados todos los derechos. Queda rigurosamente prohibida, sin la autorización escrita de los titulares del copyright, bajo las sanciones establecidas en las leyes, la reproducción parcial o total de esta obra por cualquier medio o procedimiento, incluidos la reprografía y el tratamiento informático, así como la distribución de ejemplares mediante alquiler o préstamo públicos.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, [www.cedro.org](http://www.cedro.org)) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

Diseño de la colección: Erola Boix

Editores: Virtuts Angulo y Paco López

Cubierta: P.A.R

Maquetación: Nèlia Creixell

ISBN: 978-84-943742-6-5

eISBN: 978-84-943742-7-2

IBIC: KFFM

Depósito Legal: B 22273-2015

Impreso por DC PLUS, Serveis editorials, scp

Impreso en España - *Printed in Spain*

# Índice

<b>Prólogo</b>	9
<b>Prefacio</b>	13
<b>Agradecimientos</b>	19
<b>Introducción:</b> El arte del <i>term sheet</i>	23
<b>1.</b> Los jugadores	27
<b>2.</b> Cómo levantar capital	41
<b>3.</b> Descripción general del <i>term sheet</i>	63
<b>4.</b> Cláusulas económicas del <i>term sheet</i>	67
<b>5.</b> Cláusulas de control del <i>term sheet</i>	103
<b>6.</b> Otras cláusulas del <i>term sheet</i>	119
<b>7.</b> La tabla de capitalización ( <i>Cap table</i> )	149
<b>8.</b> Deuda convertible	153
<b>9.</b> Cómo funcionan los fondos de capital riesgo	175
<b>10.</b> Tácticas de negociación	197
<b>11.</b> Conseguir dinero de la manera correcta	223
<b>12.</b> Cuestiones a tener en cuenta en diferentes etapas de financiación	229
<b>13.</b> Carta de intenciones (LOI): el otro <i>term sheet</i>	233
<b>14.</b> Cuestiones legales que todo emprendedor debe conocer	265
<b>Nota de los autores</b>	273
<b>Anexo A:</b> Ejemplo de <i>term sheet</i>	275
<b>Anexo B:</b> Ejemplo de acuerdo de intenciones	293
<b>Anexo C:</b> Recursos adicionales	301
<b>Glosario español - inglés</b>	305
<b>Glosario inglés - español</b>	319
<b>Sobre los autores y el traductor</b>	333

# Prólogo

Ojalá hubiera tenido este libro cuando empecé mi primera empresa. Por entonces no sabía por qué las acciones preferentes eran las preferidas de los inversores y pensaba que el derecho de tanteo era algo que se aplicaba a los jugadores de la NFL (Liga de Fútbol Americano).

Como CEO de Twitter y anterior fundador de otras tres empresas, las dos últimas adquiridas por compañías públicas y la primera por una privada, he aprendido muchos de los conceptos y lecciones recogidos en este libro de la manera más dura. Aunque he tenido grandes inversores y consejeros a lo largo del camino, también he tenido que apañármelas solo para entender los trucos, trampas y matices de este mundo.

Mis socios y yo éramos novatos en nuestra primera empresa, Burning Door Networked Media, así que cometimos montones de errores, pero nos los arreglamos para vender la compañía en 1996 por suficiente dinero como para ponernos hasta arriba de cafés *tall* de Starbucks durante las mañanas de todo un año.

Varios años más tarde, mis socios de Burning Door Networked Media y yo creamos una nueva empresa llamada Spyonit. Esa vez lo hicimos mejor y en septiembre de 2000 la vendimos a una compañía pública llamada 724 Solutions. Nuestras acciones permanecieron retenidas por un año (no estábamos muy duchos por entonces en defender nuestros derechos de registro en la *Securities and Exchange Commission*), y para cuando pudimos ponerles la mano encima, hacia septiembre de 2001, el pinchazo de la burbuja de internet y las consecuencias financieras del 11 de septiembre hicieron que el valor de nuestras acciones bajara tanto que terminó alcanzando lo suficiente para ponernos hasta arriba de cafés con leche desnatada *tall* de Starbucks durante las mañanas de todo un año.

Así que, como todo buen emprendedor, lo volvimos a intentar. Esta vez, provistos de mucho más conocimiento y humildad, creamos FeedBurner en 2004. Levantamos varias rondas de capital riesgo, entre ellas una ronda semilla de DFJ Portage, una Serie A de Mobius Venture Capital (la firma en la que Brad Feld y Jason Mendelson trabajaban por entonces) y Sutter Hill, y una Serie B de Union Square Ventures. FeedBurner creció rápidamente, y antes de que nos diéramos cuenta ya había despertado el interés de varias empresas por adquirirla, entre ellas Google, que nos compró en 2007 y me permitió dejar de usar analogías cafeteras para explicar cuánto dinero nos quedó al final.

Tras pasar varios años en Google me contrataron para unirme a Twitter, donde ahora soy el CEO. Durante mi permanencia en la empresa, Twitter creció exponencialmente de 50 personas a más de 430 —marzo de 2011—, y ha completado dos grandes rondas de financiación en las que se recaudaron más de 250 millones de dólares.

Cuando miro al pasado y veo lo que ahora sé sobre las operaciones de capital riesgo, adquisiciones, cómo funcionan los inversores en capital riesgo (*inversores VC* o *venture capitalist*), y cómo negociar con ellos, me satisface ver lo lejos que he llegado desde aquel día a principios de los noventa cuando cofundé Burning Door Networked Media. Cuando leí este libro no dejaba de pensar una y otra vez, «¿dónde estabas entonces cuando tanto te necesité?», pues su contenido me hubiera ahorrado notables cantidades de tiempo y dinero en mi viaje.

Brad y Jason han escrito un libro de gran importancia para cualquier aspirante a emprendedor, estudiante, o emprendedor primerizo. Pero el libro no es solo para ellos, ya que según lo leía he ido encontrado nuevas perlas de sabiduría que aún con toda la experiencia que tengo las puedo poner en buen uso. Y si tú eres un inversor VC o aspiras a serlo, da un paso al frente y

léete esto para estar seguro de que tienes todas las armas para entender por completo la dinámica de tu negocio. Finalmente, si tú eres un abogado que haces operaciones para ganarte la vida, hazte un favor y léete también esto, aunque solo sea para tener armas con las que torturar a tus adversarios.

**Dick Costolo**

CEO de Twitter (2010-15)

# Prefacio

Una de las maneras de financiar una empresa consiste en obtener capital riesgo. Mientras que solo un pequeño porcentaje de empresas lo consiguen, muchas de las grandes empresas tecnológicas que se han creado como Google, Apple, Cisco Systems, Yahoo!, Netscape, Sun Microsystems, Compaq, Digital Equipment Corporation y America Online (AOL) levantaron capital riesgo en etapas tempranas de su existencia. Algunas de las compañías de más rápido crecimiento en la actualidad como Facebook, Twitter, LinkedIn, Zynga y Groupon también lo han recibido.

En los últimos 17 años, los autores hemos estado involucrados en cientos de operaciones de capital riesgo. Hace seis años, después de una operación particularmente compleja, decidimos escribir una serie de *posts* en el blog de Brad con el objetivo de desmitificar el proceso de financiación a través de capital riesgo. El resultado fueron una serie de *posts* sobre la lista de condiciones planteadas en una operación de compraventa de una empresa, lo que se conoce como *term sheet*, y que sirvieron de inspiración para este libro.

Con cada nueva generación de emprendedores resurge un renovado interés por saber cómo se llevan a cabo las operaciones de capital riesgo. Como profesionales de la industria hemos coincidido con bastantes de estos emprendedores primerizos, que han trabajado en nuestra firma Foundry Group ([www.foundrygroup.com](http://www.foundrygroup.com)) y colaborado en la aceleradora TechStars ([www.techstars.org](http://www.techstars.org)). A menudo nos recordaban que no había ninguna guía definitiva sobre operaciones de capital riesgo, y por eso nos decidimos a crear una.

Además de describir este tipo de operaciones en profundidad, hemos tratado de determinar el contexto que rodea a quienes participan en ellas, la dinámica de las operaciones, y cómo fun-

cionan los fondos de capital riesgo. Igualmente decidimos incorporar un capítulo sobre negociación, aunque solo fuera para proporcionar un punto de vista sobre cómo funciona el cerebro de un profesional del capital riesgo en estas situaciones (o al menos el de nosotros dos). También decidimos explicar el otro *term sheet* que los emprendedores más afortunados recibirán: concretamente el acuerdo de intenciones que le presenta un comprador formalmente interesado en adquirir su compañía. Es lo que se conoce como la carta de intenciones o *letter of intent (LOI)*.

Hemos tratado de ofrecer una visión equilibrada entre la perspectiva del emprendedor y la del inversor de capital riesgo. Como inversores especializados en las etapas iniciales de las empresas sabemos que nuestra perspectiva está sesgada hacia ese estadio inicial —*early stage*—, pero con todo trataremos de proporcionar un contexto que sea aplicable a cualquier etapa de financiación. Por último, cada vez que podamos, trataremos de réirnos un poco a costa de los abogados.

Esperamos, querido lector, que este libro te sea útil en tu aventura para crear una gran empresa.

## **Público al que nos dirigimos**

La primera vez que concebimos este libro planteamos orientarlo a emprendedores sin experiencia. Los dos tenemos una larga historia financiando y trabajando con ese tipo de emprendedores y muchas veces aprendemos más de ellos que ellos de nosotros. Al participar en TechStars hemos escuchado, de parte de nuevos emprendedores, una amplia gama de preguntas sobre financiación y capital riesgo. En este libro hemos tratado de abordar esas preguntas de manera integral.

Mientras escribíamos el libro nos dimos cuenta de que también le iba a ser útil a emprendedores experimentados. Varios de los

que leyeron los primeros borradores o sabían de lo que estábamos escribiendo nos comentaban que «ojalá hubiera existido un libro como éste cuando empezaron su primera empresa». Cuando les preguntábamos si el libro les sería útil hoy, muchos decían: «sí, por supuesto». Varias secciones del libro, entre ellas las dedicadas a la negociación y al funcionamiento de los fondos de capital riesgo, se inspiraron en largas conversaciones durante cenas con empresarios experimentados que nos decían que teníamos que escribir al respecto, ya fuera en nuestro blog o en un libro. Pues bien, ¡aquí están!

Por supuesto, antes de ser un nuevo emprendedor, uno ha sido aspirante a emprendedor. Este libro es igualmente relevante para los aspirantes a emprendedor de cualquier edad. Además, cualquier estudiante interesado en emprendimiento, ya sea de escuela de negocios, facultad de derecho, programa de grado o de máster debería beneficiarse de este libro. Los dos hemos impartido muchas clases sobre los temas tratados en este libro y esperamos que se convierta en lectura obligatoria para cualquier evento formativo o divulgativo sobre emprendimiento.

Hubo una vez en que fuimos inversores sin experiencia. Aprendimos sobre todo prestando atención a inversores de capital riesgo más experimentados, así como participando activamente en operaciones. Esperamos que este libro se convierta en una herramienta más de las que están disponibles para cualquier joven o aspirante a inversor de capital de riesgo.

Si bien el libro está destinado a emprendedores, esperamos también que sea de utilidad a los abogados (especialmente para aquellos que no tienen mucha experiencia en operaciones de capital riesgo) y confiamos en que los inversores experimentados también se beneficien de que hayamos puesto todos estos pensamientos en un solo lugar. Por lo menos esperamos que recomienden el libro a sus colegas menos experimentados.

En un primer borrador variamos el uso del género en los pronombres utilizando *ella* de forma intencionada a lo largo del libro. Sin embargo, mientras lo revisábamos, descubrimos que era confuso el uso de ambos géneros y hacía el libro menos legible. Así que optamos por utilizar el pronombre masculino en todo momento como pronombre genérico para ambos géneros. Somos conscientes y sensibles en lo que se refiere a las cuestiones de género tanto en ciencias informáticas como en emprendimiento en general; Brad ha trabajado durante varios años como presidente del *National Center for Women and Information Technology* ([www.ncwit.org](http://www.ncwit.org)). Esperamos que nuestras lectoras estén de acuerdo con este enfoque y esperamos que algún día a alguien se le ocurra la manera de expresar un verdadero género neutro.

Por último, los beneficiarios inesperados de este libro son los cónyuges de los inversores de capital riesgo, abogados y emprendedores; y especialmente de aquellos emprendedores que participan activamente en una operación. Aunque Amy, la esposa de Brad, rápidamente diga que «todo lo que he aprendido acerca de capital de riesgo ha sido oyendo tus llamadas telefónicas», esperamos que otros cónyuges pueden echar mano de este libro de vez en cuando. Esto puede ser especialmente útil cuando tu pareja necesite un poco de empatía mientras se queja de que su inversor está tratando de hacerle tragar, por ejemplo, con un paquete de acciones preferentes.

## **Descripción general de los contenidos**

Comenzamos con una breve historia de los *term sheets* en capital riesgo y un análisis de las diferentes partes que participan en las transacciones de capital riesgo.

A continuación explicamos cómo financiarse con dinero de un inversor de capital riesgo, determinando cuánto dinero debería conseguir un emprendedor y qué tipos de materiales se necesi-

tarán antes de lanzarse al camino de levantar fondos. Se incluye en este capítulo un análisis del proceso que muchos inversores de capital riesgo siguen para decidir qué empresas financiar.

A partir de ahí nos sumergimos profundamente en las condiciones particulares que se incluyen en los *term sheets* de las operaciones de capital riesgo. Hemos dividido esa parte del libro en tres capítulos: condiciones económicas, cláusulas de control, y otros términos. Nos esforzamos en dar una visión equilibrada de los detalles de estos términos junto con las estrategias para llegar a un acuerdo justo.

Tras los capítulos sobre condiciones, el libro expone de manera abierta cómo funcionan las firmas y fondos de capital riesgo, incluyendo cómo se les motiva y remunera. A continuación se analiza cómo estas realidades estructurales pueden afectar a las perspectivas de que una empresa sea financiada o cómo podría afectar a la relación entre el inversor de capital riesgo, su firma, y el emprendedor, una vez hecha la inversión.

Dado que el proceso de financiación implica mucha negociación, el libro contiene una introducción a las negociaciones y a la forma en que ciertas estrategias pueden funcionar mejor o peor en el mundo del capital riesgo. También intentamos ayudar al emprendedor a que aprenda las maneras de cerrar una transacción de capital de riesgo, evitando errores y trampas comunes.

Puesto que no existe una operación de capital de riesgo estándar, cubrimos diferentes cuestiones a tener en cuenta, dependiendo de la etapa de financiación por la que la empresa esté pasando.

Como extra hemos incluido un capítulo acerca de otro importante *term sheet* que los emprendedores necesitan conocer: la carta de intenciones (LOI), en la que alguien les propone adquirir su empresa.

Finalmente, terminamos con consejos sobre varios asuntos le-

gales comunes a los que la mayoría de las *startups* se enfrentan. Aunque no es una tesis doctoral sobre todo lo que un emprendedor debe saber, hemos tratado de incluir algunas cuestiones importantes a las que creemos que se tiene que prestar atención.

A lo largo del libro hemos involucrado a un amigo cercano y emprendedor de toda la vida, Matt Blumberg, CEO de Return Path, para que aporte su perspectiva. Cada vez que veas una sección llamada *La perspectiva del emprendedor* se tratará de los comentarios de Matt respecto al apartado anterior.

## **Materiales adicionales**

Junto con este libro, hemos creado algunos materiales adicionales que puede que quizás le interese revisar. Todos ellos están en la web Ask the VC: [www.askthevc.com](http://www.askthevc.com)

AsktheVC comenzó hace varios años como una página de preguntas y respuestas que nosotros gestionábamos. Recientemente hemos añadido una nueva sección llamada *Resources* (*Recursos*) donde el lector puede encontrar muchos modelos estándar de documentos usados en operaciones de capital riesgo (en inglés). Incluyen el *term sheet* así como todos los documentos generados a partir del mismo, como parte de una operación financiera de capital riesgo.

Hemos incluido los formularios estándar que utilizamos en Foundry Group (sí, podrá utilizarlos si alguna vez financiamos su empresa). También hemos incluido enlaces para los documentos estándar más populares que utiliza la industria actualmente, junto con comentarios acerca de las ventajas y desventajas de su uso.

**Jason Mendelson y Brad Feld**

Octubre 2012

# Agradecimientos

No habríamos podido escribir este libro sin la ayuda de muchas personas.

Un enorme agradecimiento va para Matt Blumberg, CEO de Return Path, por todos sus comentarios perspicaces como emprendedor. Matt nos escribió todos los textos de *La perspectiva del emprendedor* a lo largo del libro, y sus comentarios nos ayudaron (y probablemente te ayudarán a ti) a centrarnos en las cuestiones clave desde el punto de vista del emprendedor.

Nuestros socios de Foundry Group, Seth Levine y Ryan McIntyre, nos aguantaron cada vez que Brad decía «estoy trabajando en el libro de Jason de nuevo», y cada vez que Jason decía que estaba «trabajando otra vez en el libro de Brad». Nuestras asisistentes, Kelly Collins y Jill Spruiell, nos fueron valiosísimas en este proyecto, como siempre, y también agradecemos el apoyo del resto del personal de Foundry Group. Sois el mejor equipo que nadie podría tener.

Un buen número de amigos, colegas y mentores revisaron los primeros borradores del libro y nos dieron un amplio *feedback*. Queremos dar las gracias a las siguientes personas por tomarse el tiempo de mejorar de manera significativa este libro: Amy Batchelor, Raj Bhargava, Jeff Clavier, Greg Gottesman, Brian Grayson, Douglas Horch, David Jilk, TA McCann, George Mulhern, Wiley Nelson, Heidi Roizen, Ken Tucker, y Jud Valeski.

Jack Tankersley, uno de los padres de la industria del capital de riesgo del estado de Colorado, nos proporcionó un buen número de los libros de cuentas que usó en sus primeras operaciones mientras trabajaba en Centennial Funds. Además de relatar fascinantes historias de aquellas legendarias primeras opera-

ciones de capital de riesgo, nos confirmó también que los *term sheets* no han evolucionado mucho en los últimos 30 años. También nos gustaría dar las gracias a Jack por los amplios comentarios que hizo en un primer borrador del libro.

Gracias a Bill Aulet y Patricia Fuligni del MIT Entrepreneurship Center por ayudarnos a localizar la correspondencia original de Digital Equipment Corporation (DEC) entre Ken Olson y Georges Doriot.

Nuestros hermanos de la industria capital de riesgo, conscientes de ello o no, han tenido un gran impacto en este libro. La lista de los que hemos aprendido tanto cosas buenas como malas es tan larga que no podemos enumerarlos. Pero queremos dar las gracias a todos ellos por acompañarnos en nuestro viaje y por ayudarnos a crear empresas increíbles. No podemos pensar en nada que prefiramos estar haciendo profesionalmente y de lo que podamos aprender algo nuevo cada día.

Hemos trabajado con muchos abogados a lo largo de los años, de los cuales otros tantos nos llevaron a la Universidad a hablar sobre diversos temas cubiertos en este libro. Les damos las gracias a todos por su ayuda, asesoramiento, formación y diversión. En especial nos gustaría agradecer a nuestros amigos Eric Jensen y Mike Platt, de Cooley LLP, por su ayuda constante durante la niebla de una negociación. Eric fue mentor, jefe y amigo de Jason mientras trabajaba en Cooley, y fue el primero que le enseñó cómo funcionaba todo esto.

Nos gustaría dar las gracias a uno de los primeros mentores de Brad, Len Fassler, por prender la chispa de la que nació este libro. Len presentó a Mateo Kissner, miembro de la junta directiva de la editorial John Wiley & Sons, lo que dio luego lugar a un contrato para escribir dos libros para Wiley en el que se incluía *Do More Faster: TechStars Lessons to Accelerate Your Startup* por Brad y David Cohen. Aunque *Do More Faster* se

publicó primero, fue la idea de este libro la que en un principio capturó la atención de varias personas en Wiley.

A Brad le gustaría dar las gracias a Pink Floyd por *The Dark Side of the Moon* y *Wish You Were Here*, dos álbumes que lo sostuvieron durante el aparentemente interminable ciclo de «relee y revisa esto una vez más». Él también quisiera dar las gracias al magnífico personal de Canyon Ranch en Tucson por ofrecerle un lugar tranquilo donde trabajar durante la última semana antes de que terminara el plazo para «finalizar el borrador definitivo».

A Jason le gustaría agradecer a la Facultad de Derecho de la Universidad de Colorado y en especial a Brad Bernthal y Phil Weiser por dejarle someterse al escrutinio de los estudiantes de derecho y empresariales mientras les enseñaba muchos de los temas contenidos en este libro. Un agradecimiento especial es para Herbie Hancock, por proporcionar música de fondo a Jason mientras trabajaba en este libro.

Finalmente, queremos dar las gracias a todos los emprendedores con los que hemos tenido la oportunidad de trabajar. Sin vosotros no tendríamos nada que hacer. Esperamos que se sientan orgullosos de nuestro intento por amalgamar en este libro toda la sabiduría colectiva que hemos conseguido trabajando con vosotros.

# Introducción

## El arte del *term sheet*

Una de las primeras inversiones de capital riesgo que se hizo famosa fue la de Digital Equipment Corporation (DEC). En 1957 la American Research and Development Corporation (AR&D), una de las primeras firmas de capital riesgo, invirtió 70.000\$ en DEC. Cuando DEC salió a bolsa en 1968 su inversión valía más de 355 millones de dólares, lo que supuso un retorno de más de 500 veces el capital invertido. La inversión de AR&D en DEC fue uno de los primeros grandes éxitos de la industria.

En 1957 se acababa de crear la industria de capital de riesgo. Por entonces, la comunidad de inversores de Estados Unidos no estaba interesada en invertir en empresas de informática ya que la última hornada de *startups* del sector estaba teniendo malos resultados, e incluso las grandes empresas estaban teniendo dificultades para hacer dinero en el negocio informático. Podemos imaginar la frustración de los cofundadores de DEC, Ken Olson y Harlan Anderson, al hablar con inversores que no les hacían caso y que rechazaban la idea de su negocio en ciernes. También podemos imaginar su alegría cuando Georges Doriot, fundador de American Research and Development Corporation, se ofreció a financiarlos. Después de una serie de conversaciones y reuniones, Doriot envió a Olson y Anderson una carta expresando su interés por invertir junto con los términos propuestos. Hoy en día a este documento se le llama **Term Sheet**. Se trata de una lista de condiciones que de ahora en adelante mencionaremos como *term sheet*.

Imagina ahora como era aquel *term sheet*. Hay tres posibilidades diferentes. La primera es que se trataba de un documento a máquina de una página que decía «nos gustaría invertir 70.000 dólares en su empresa y comprar el 78% de la misma».

La siguiente posibilidad es que se trataba de dos páginas de condiciones legales que básicamente decían «nos gustaría invertir 70.000 dólares en su empresa y comprar el 78% de la misma». O podría haber sido también un escrito de ocho páginas con toda clase de cláusulas de protección, acuerdos de adquisición de derechos sobre acciones, cláusulas de arrastre, y derechos de registro en la Comisión del Mercado de Valores.

Lo más probable, suponemos, es que no fuera la tercera opción. En los últimos 50 años el arte de escribir *term sheets* ha evolucionado y mejorado hasta alcanzar su estado actual de una obra maestra de 8 o más páginas de literatura. Estas 8 páginas contienen mucho más que un simple «nos gustaría invertir X dólares en su empresa, y obtener Y% de ella», pero, como se irá dando cuenta, realmente solo son DOS las cosas que importan en la negociación de un *term sheet*: términos económicos y control.

En el caso de DEC, al poseer el 78% de la empresa, AR&D tenía su control efectivo. Y el precio estaba claramente definido: 70.000\$ que compraron el 78% de la compañía, lo que resultaba en una valoración *postmoney de 90.000\$*.

Las inversiones de capital de riesgo de hoy en día tienen muchos más matices. Los inversores y fondos de capital riesgo o *Venture Capital*, a los que en adelante denominaremos VC o fondos de capital riesgo, por lo general terminan siendo propietarios de menos del 50% de la empresa, por lo que su voto no sirve para tener un control efectivo, aunque a menudo se negocian cláusulas que les dan control sobre las principales decisiones de la compañía. Muchas compañías terminan con varios inversores de capital riesgo que invierten en la empresa en diferentes períodos de tiempo, dando lugar a diferentes porcentajes de propiedad, derechos variados, y motivaciones diversas. Los fundadores no siempre se quedan en la empresa hasta que se

produce la salida del inversor y, en algunos casos, por una serie de razones diversas, terminan marchándose en un momento relativamente temprano de la vida de la misma. Las compañías fracasan, y los inversores de capital riesgo se han centrado más en protegerse a sí mismos de lo malo así como en participar de lo bueno. Las cuestiones de gobierno corporativo son siempre complejas, especialmente cuando tienes mucha gente sentada en torno a la mesa de negociación.

Aunque sería deseable hacer operaciones de capital de riesgo con un simple acuerdo sobre el precio, un apretón de manos y un breve contrato legal, eso rara vez sucede. Y si bien ha habido muchos intentos por estandarizar los *term sheets*, al cabo de los años, la proliferación de abogados, capitalistas de riesgo y emprendedores, a lo que hay que añadir un número cada vez mayor de operaciones, han impedido que esto sucediera. Lo irónico es que los documentos usados realmente se han ido estandarizando con el tiempo. Sea porque en la era de internet la información se ha extendido a todo el ecosistema, sea porque los clientes se están hartando de pagar facturas legales, al final los documentos se parecen entre sí más que nunca. El resultado es que hoy nosotros podemos usar nuestra experiencia para explicarle cómo se suelen hacer las operaciones de capital riesgo. La buena noticia es que una vez que haya negociado el *term sheet*, la parte más dura ya estará hecha. Por eso es precisamente ahí donde vamos a centrar nuestra energía en este libro.

Comencemos nuestra exploración del mundo de la financiación por capital de riesgo analizando a los distintos actores involucrados.

**Hasta aquí la versión gratuita  
de este libro.**

**Si quieres seguir leyendo,  
puedes comprar el libro entero en:  
[www.librosdecabecera.com](http://www.librosdecabecera.com)**

**Gracias**

## **Libros de Cabecera**

Libros de empresa y economía

Libros de Cabecera es un proyecto editorial que pretende hacer llegar a empresarios, directivos y profesionales de la gestión de empresas, contenidos prácticos e innovadores, que les sean de utilidad en el desarrollo de su negocio y de sus tareas profesionales.