

Vehículos legales de *venture capital* y *private equity* en la Argentina y los Estados Unidos (*)

Nicolás Malumión (**)

Sumario: I. Introducción.— II. Requisitos negociales de los vehículos de *venture capital* y *private equity*.— III. Vehículos legales en la Argentina.— IV. Vehículos legales en los Estados Unidos.— V. La preferencia de los fondos de *venture capital* por invertir en C Corp en Delaware.— VI. El caso “Trados” y los estándares de actuación de los directores nombrados por fondos de *venture capital*.— VII. Comentario final.

I. Introducción

Los fondos de inversiones en empresas que no cotizan —*private equity* (1)— y en particular en las primeras etapas de nacimiento y desarrollo —*venture capital* (2)— requieren de vehículos legales que cumplan dos condiciones: i) que aglutinen a los diversos inversores (también llamados *limited partners* o LPs); y ii) en los cuales se separe la inversión, que da derecho a los retornos económicos de la gestión, que tal como veremos da derecho a una remuneración sobre el monto del capital y del éxito (3). De hecho,

(*) Agradezco a Juan Manuel Giner González, director ejecutivo de ARCAP - Asociación Argentina de Capital Privado, Emprendedor y Semilla (<https://arcap.org/>) por su ayuda y aportes, a Mariana Scrofina por sus comentarios y correcciones, y a Juan Ramírez Oyhanarte por la revisión de los aspectos fiscales.

(**) Abogado y doctor en Derecho de la UBA; autor de obras sobre los aspectos legales y fiscales del *leasing*, fideicomisos y securitización, derivados financieros, obligaciones negociables y oferta pública.

(1) También denominado capital privado, por oposición al que se consigue en mercados público o de oferta pública.

(2) También llamado capital emprendedor. Incluimos el *venture capital* en todas sus formas, desde Angel Investors, Seed o Pre-Seed, hasta rondas avanzadas.

(3) A estos gestores que administran el dinero aportado por los LPs se los llama gestores de fondos o *general partners* o GPs.

si alguno de estos dos requerimientos no está presente, no suele ser necesario un vehículo legal especial. Por ejemplo, en el *corporate venture capital*, en que el capital a ser invertido es aportado por una gran empresa, es común que no exista un vehículo específico, sino que se utilizan sociedades u otros entes legales ya existentes del grupo económico, siendo manejadas las inversiones por empleados de la empresa o por terceros asesores externos contratados por ella (4).

En este trabajo primero veremos las características (adicionales a las ya mencionadas de unir varios inversores y separar propiedad de gestión) que debe cumplir un buen vehículo de *private equity* o *venture capital*, para luego pasar a los vehículos legales más usados. Adelantamos que en los Estados Unidos, la forma más utilizada es la *limited partnership*, y en la Argentina,

(4) Desde ya, en el caso en que el *corporate venture capital* sea llevado adelante por más de una empresa, esto es, que no sea un único aportante sino dos o más, vuelve a ser común que exista un vehículo legal específico constituido por estas empresas. Cabe mencionar que hay casos de *corporate venture capital* en que se crea un vehículo específico para facilitar que aquel tenga una cultura y manejo organizacional diferente al de la gran empresa que lo crea, pero en este caso basta con la creación de una filial del grupo pudiendo usar una sociedad anónima o equivalente. Otro motivo para crear un vehículo específico es identificar y registrar ese vehículo para que goce de beneficios fiscales.

veremos que la forma que hemos encontrado es el uso de fideicomisos ordinarios. La regla general es que estos vehículos no hacen oferta pública de sus acciones y sus participaciones no son libremente transferibles (5). Sin perjuicio de lo cual comentaremos brevemente la posibilidad de utilizar fideicomisos financieros (destacando el fideicomiso financiero CITES que recurrió a la oferta pública), y haremos una muy breve reseña en la Argentina de los fondos comunes de inversión cerrados (6). En todos los casos comentaremos muy brevemente su tratamiento fiscal. Finalmente, veremos dos temas relacionados como es la preferencia de los fondos de *venture capital* y *private equity* de los Estados Unidos en invertir en *C Corps* y los aspectos a considerarse cuando los estos fondos nombran directores, comentando brevemente el caso “Trados” de la *Delaware Court of Chancery*.

II. Requisitos negociales de los vehículos de *venture capital* y *private equity*

Tal como adelantamos todo vehículo de inversión tiene como requisitos fundamentales permitir coordinar diversos inversores y separar a quienes son inversores pasivos de quienes administran las inversiones. Cabe mencionar que a diferencia de un fondo de inversión en activos líquidos, y dado que estamos hablando de inversiones en *venture capital* y *private equity*, la principal tarea del administrador será: i) buscar empresas (*startups* si es *venture capital* y empresas más desarrolladas si fuera *private equity*) (7); ii) seleccionar en qué empresas in-

(5) Para un análisis de qué es oferta pública y privada (en particular en fideicomisos ordinarios) remitimos a “Oferta pública y privada de valores negociables: de los cartulares a los criptoactivos”, RDCO, nro. 305, nov.-dic. 2020, p. 209.

(6) No conocemos de ningún fondo común cerrado de *private equity* o *venture capital*. Cabe destacar que, de constituirse, sería un vehículo cuyas participaciones deben contar con oferta pública autorizada por la Comisión Nacional de Valores.

(7) ¡O lograr que las empresas y emprendedores los busquen a ellos! En otras palabras, existen gestores de fondos con tal trayectoria y buen nombre que son un imán para los emprendedores que buscan ser invertidos. Esto permite que exista una gran cantidad de propuestas. La relación entre empresas analizadas y empresas invertidas es de cientos a uno, por lo que es necesario

vertir, aplicando diferentes métodos de evaluación; y iii) hacer seguimiento o participar en la reestructuración de la empresa con distinto grado de involucramiento. Este último punto incluye la participación en el directorio en forma minoritaria (típica del *venture capital*) o mayoritaria (esperable en el *private equity*).

Las condiciones que hacen a la práctica de la actividad y que ayudan a su desarrollo óptimo, y que por ende el vehículo legal elegido debería permitir son:

a) *Capital calls*: Los inversores (*LPs*) deben poder hacer compromisos de aportes y luego realizar la integración en la medida en que quien administre el vehículo lo solicite. Esto es, se debe poder suscribir un compromiso legalmente exigible pero cuya integración sea posterior con pagos parciales en los momentos y por los montos que lo determine el gestor del fondo. Los compromisos son denominados *capital commitments* y normalmente se pueden hacer en un período determinado inicial que suele tener dos límites, uno temporal (un plazo máximo) y otro cuantitativo (un monto máximo). Por su parte, las solicitudes son denominadas *capital calls* o *drawdowns*. Lo que se busca es que el vehículo no tenga fondos ociosos. En otras palabras, solo se piden los fondos al momento en que se los pueda aplicar rápidamente. Este es un punto más sencillo en vehículos sin oferta pública pero más complejo con vehículos que deben hacer colocaciones con el público. El año en que el fondo recibe el primer aporte de capital (por hacer el primer *capital call*) y hace su primera inversión se denomina *vintage year* y es el año utilizado para determinar rendimientos y hacer comparaciones entre fondos (8). Desde ya el hecho de que el total de los fondos no sean integrados al momento de la suscripción crea el riesgo de que cuando sean requeridos el deudor (*LP* aportante) no lo pague, y este punto debe ser previsto. Típicamente, se dispone que ante

contar con un muy importante flujo de empresas para ser analizadas si se desea hacer varias inversiones.

(8) En la vitivinicultura el *vintage year* es el año de la cosecha y cabe permitirse especular que de ahí fue tomado el término por la industria del *venture capital* (ambos con fuerte presencia en California, uno en el *napa valley* y el otro en Sand Hill Road).

la falta de cumplimiento (esto es, si se le pide que integre un monto comprometido y no lo hace) pierde todo lo que haya aportado al fondo. Si bien se podría exigir legalmente el pago, no es común que ocurra. En el caso particular de la Argentina, se suele prever la devolución en pesos nominales al finalizar el plazo del vehículo.

b) Plazo y prórrogas: Debe existir cierta flexibilidad en torno al plazo máximo de duración del fondo. Los fondos de *venture capital* y *private equity* suelen tener duraciones de entre 7 y 10 años, con la posibilidad de prorrogar este plazo entre 1 y 3 veces por un año cada vez. Hay que considerar que no se trata de inversiones en activos líquidos, sino que para desinvertir es necesario realizar una oferta pública inicial de la empresa (*IPO* en inglés por *initial public offer*) o realizar una venta a un tercero. En el caso del *IPO* los tiempos que al inicio de la industria del *venture capital* (en el orden de los 4 años) hoy en día se han prolongado (9). Pero incluso frente al *IPO* lo esperable es que los fondos no vendan en forma inmediata toda su tenencia, sino que sea por compromisos legales o sea por prudencia en el manejo de sus inversiones, queden como accionistas por cierto plazo. Justamente uno de los típicos puntos en un *term sheet* de inversión de un fondo en una empresa es las condiciones de venta de las acciones propiedad del fondo en caso de *IPO*.

c) Diversas clases de inversores: Debe existir la posibilidad de que haya diversas clases de inversores. Esto es, debe ser posible crear diversas clases que tengan diferentes preferencias en caso de liquidación (*liquidation preference*). En este caso se debe tener presente que la "liquidación" no solo es el caso de terminación del vehículo sino de venta de uno o varios de sus activos principales. Esto significa que, frente a una venta que no genera una gran ganancia o hasta una pérdida, la clase de inversión que tenga preferencia primero cobrará todo su capital antes que el resto cobre capital o utilidad alguna, pudiendo ser un caso en que el inversor preferido recupere todo su capital y el inversor no preferido pierda parte de su capital. Si no

(9) Dando lugar a un debate de si esto lleva a inversiones de *venture capital* en empresas más maduras o si fueron estas inversiones lo que llevó a postergar los *IPOs*.

existiera la preferencia sería una distribución proporcional (a *prorrata*) para todos los inversores y todos tendrían que soportar una parte de las pérdidas (10).

d) Versatilidad en la distribución de fondos: Debe haber versatilidad en determinar cuándo y cuántos fondos se distribuirán a los inversores. Este punto es la contracara de los *capital calls*: así como no tiene sentido tener fondos ociosos esperando a ser invertidos, tampoco lo tiene tenerlos luego de una venta esperando a ser distribuidos. En ambos casos sería una pérdida de rentabilidad y baja de la performance del fondo. Cualquier inversor en *venture capital* o *private equity* no desea que el fondo haga inversiones en activos líquidos, para eso los haría el inversor directamente (sea por sí o en fondos de activos líquidos). Es por ello por lo que los fondos de *venture capital* o tienen los fondos invertidos en empresas o no los tienen en su poder. En síntesis, esta posibilidad de que, vendida una empresa, se pueda distribuir ágilmente aquello que el administrador del fondo entiende que ya no necesitará se muestra especialmente sensible en la competencia con otros fondos por la mejor performance. Recordemos que, finalizado un fondo o pronto a finalizarse, el administrador querrá comenzar a comprometer aportes para un nuevo fondo y para ello su mejor herramienta será el rendimiento obtenido por los participantes del fondo que está terminando (11).

e) Retribución del gestor del fondo: Debe existir flexibilidad en la determinación de la retribución del administrador. La tarea de administrador es retribuida por varios honorarios (*fees*), que si bien pueden ser por diferentes porcentajes y admiten variaciones, se podrían resumir en tres: i) un honorario por administración o *management fee* que suele rondar el 2% anual de los aportes comprometidos (no de los efectivamen-

(10) Esta preferencia es similar a la que los fondos de *venture capital* y *private equity* piden para sus inversiones en las empresas en que invierten.

(11) Justamente, cuando no hay antecedentes (*track record*) es muy difícil obtener fondos. En otras palabras, es sabido que iniciar la actividad de gestor de fondos (esto es, ser un *first time fund manager*, si se me permite la traducción libre, un "gestor de fondos primerizo") es extremadamente difícil.

te realizados, sin perjuicio de que pueden ser una opción acordada) (12); ii) un honorario de éxito o *carried interest* (13), típicamente del 20% de los resultados; y iii) un honorario vinculado a la adquisición de cada compañía (*suscription* o *purchase fee*), que cabe esperar que sea del 1% de cada adquisición. Uno de los aspectos más analizados y que es objeto de la más cuidadosa redacción es la forma de cálculo del *carried interest*. Un punto que suele incluirse es la subordinación del pago a obtener un rendimiento mínimo (generalmente de aproximadamente un 8% anual compuesto en dólares). Si, obtenido el rendimiento mínimo, el *carried interest* se calcula sobre el total, se suele hablar de *hurdle rate*, si solo se calcula por la parte que supere el rendimiento mínimo, se suele hablar de *preferred return* (14).

f) Participación en el gerenciamiento de las empresas: Debe existir la posibilidad de asesorar y colaborar con las empresas en que se invierte. La inversión por parte de los gestores de fondos de *venture capital* y *private equity* no es solo financiera, sino que aportan contactos, conocimiento, *management*, clientes, etc. Esto es lo que se denomina *smart money*, esto es, un aporte de fondos que viene acompañado de otros elementos de sustancial importancia

(12) Existen al menos tres bases para calcular el *management fee*. Estas son: i) el monto de capital comprometido por los *limited partners* (sin importar si se lo aportó o no); ii) el monto de capital efectivamente aportado; y iii) el total del monto invertido. Cabe entonces la pregunta de cómo podría ser que los totales aportado e invertido no sean los mismos, la respuesta es que el fondo podría tomar deuda (y en algunos casos no solo lo hacen, sino que toman un muy importante monto de deuda con respecto al capital aportado) y de esta forma incrementar muy significativamente el monto invertido con relación al monto aportado.

(13) Expresión que se remonta al siglo XVI y que hacía alusión al derecho del capitán de una travesía exitosa de cobrar el 20% de los bienes transportados (*carried*), que eran financiados por inversores que recibían el 80% restante.

(14) De lo dicho surge que claramente un *preferred return* es más favorable al inversor que un *hurdle rate*. Otra protección al inversor son las cláusulas de *clawback* que disponen que en caso en que el administrador cobre un *fee* de éxito que posteriormente se muestre que se basó en una transacción con una rentabilidad que no se mantuvo posteriormente, el administrador debe devolver todo o parte de lo cobrado.

para el desarrollo y el éxito de la compañía invertida (15).

Con estos puntos presentes, pasamos a ver los vehículos en la Argentina y luego en los Estados Unidos.

III. Vehículos legales en la Argentina

El fideicomiso ordinario tal como lo conocemos existe desde enero de 1995, momento en que fue incorporado en la legislación argentina (16) con la ley 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción, hoy en su mayoría derogada y receptada en el Código Civil y Comercial de la Nación, que desde agosto de 2015 regula al fideicomiso en sus arts. 1666 y ss. (17). Esto es, ya tenemos más de 25 años de fideicomiso en la Argentina con su amplia difusión y uso (18). Uno de esos usos que no imaginamos al defender la inclusión del fideicomiso a nuestro derecho fue ser vehículo de inversiones en emprendimientos y empresas.

En el fideicomiso de *venture capital* cabe asumirse que los inversores serán fiduciantes, beneficiarios y fideicomisarios con la obligación

(15) Es la lógica que se puede ver en las sociedades de garantía recíproca (SGRs), que además de dar garantías a las pymes le puede prestar asesoramiento. Justamente lo buscado por el legislador en este caso era que no solo las grandes empresas fueran socios protectores del fondo, sino que a través de la SGR las pymes recibieran una asistencia no económica en materia de profesionalismo en la gestión empresarial y red de contactos.

(16) Para una explicación actualizada del fideicomiso latinoamericano creado por México hace más de 90 años, y sobre el tratamiento fiscal del fideicomiso en la Argentina, me remito a mi trabajo en coautoría con Virginia Fernández Hughes sobre "Tratamiento fiscal del fideicomiso local y trust del exterior", en *Tributación internacional en Latam y nuevas tendencias a partir del COVID-19*, Ed. La Ley, Buenos Aires, 2020.

(17) Con anterioridad a la ley 24.441 existía un artículo (el 2662) del hoy derogado Código Civil que hablaba de fideicomiso, pero a pesar del esfuerzo de grandes juristas, no tuvo mayor utilización.

(18) Algo obvio hoy, pero que fue objeto de importantes ataques cuando explicábamos la bondad del fideicomiso en nuestra obra, me refiero a "Fideicomiso y securitización: análisis legal, fiscal y contable", en coautoría con Adrián DIPLOTTI y Pablo GUTIÉRREZ, Ed. La Ley, Buenos Aires, 1ª ed., 2001; 2ª ed., 2006.

de hacer los aportes de capital comprometidos en la medida en que el fiduciario lo solicite y será el fiduciario (o un tercero con un acuerdo con el fiduciario) quien tendrá a su cargo la tarea de seleccionar las empresas para realizar las inversiones y posterior acompañamiento de las mismas, con mayor o menor involucramiento en su *management* según se haya previsto en el contrato (19).

El fideicomiso provee la protección legal a los inversores por ser un patrimonio de afectación separado de los inversores (fiduciantes/beneficiarios), esto es, las contingencias de un inversor no se transmiten al resto, y también separado del patrimonio propio del fiduciario que administrará este conjunto de bienes. Desde ya, la administración será retribuida en la forma pactada. No existe restricción alguna a la forma de remuneración del fiduciario pudiendo adoptarse el esquema que se entienda más adecuado (20). Asimismo, el plazo máximo de 30 años es más que suficiente para los fines del *venture capital* y *private equity*, y tampoco existen límites a las clases de fiduciantes/beneficiarios que se deseen crear. Asimismo, se puede disponer

(19) Si bien se podría pensar en una sociedad en comandita simple o por acciones, como vehículo legal en la Argentina, dado que es una sociedad que tiene dos clases de socios (el comanditado a cargo de la administración con responsabilidad solidaria y el comanditario que no participa de la administración y tiene responsabilidad limitada), lo cierto es que las restricciones y rigideces impuestas por la Ley General de Sociedades hacen poco práctico usarla para el *venture capital* y, dicho sea de paso, *rara avis* en el derecho societario argentino en general. En rigor de verdad, si no fuera por estas restricciones, sería el equivalente perfecto en la Argentina de las *limited partnerships* que veremos al tratar los vehículos en los Estados Unidos.

(20) Antes de la entrada en vigencia en agosto de 2015 del Código Civil y Comercial, que expresamente permitió que el fiduciario sea beneficiario, fuimos testigos de discusiones sobre si un fiduciario pudiera cobrar un honorario de éxito. Nuestra postura siempre fue que era perfectamente posible, que el fiduciario no recibía los bienes ni como beneficiario ni como fideicomisario, sino que cobraba un honorario (con las obvias consecuencias fiscales), lo que se aplica al hoy vigente art. 1672 del Cód. Civ. y Com., que establece que "No puede ser fideicomisario el fiduciario". En síntesis, es claro que no existe óbice alguno para que el fiduciario cobre un honorario fijo o variable, o sujeto a éxito porque el honorario de éxito no conlleva ser fideicomisario del fideicomiso.

que las distribuciones a los beneficiarios/fideicomisarios sean al momento de las ventas de las empresas en que se invirtió.

Un punto que vemos de gran importancia es que es perfectamente posible que el fideicomiso prevea un comité (o cualquier otro órgano) que sea el responsable de seleccionar las empresas a invertir y que, de ser parte del mandato fiduciario, sean directores o síndicos de las empresas invertidas. En otras palabras, no solo no hay limitación para que el fiduciario contrate a un tercero para desarrollar este rol, sino que puede estar prevista la creación de comités u órganos del fideicomiso con diferentes facultades para cada uno de sus miembros. Esto permite manejar en forma eficiente los aspectos vinculados con las *key persons* (que traduciremos como "personas clave") y con lo que ocurre si alguna de ellas no puede o no quiere desarrollar más su tarea.

Si bien solo existe un caso —nos referimos al ya mencionado caso del fideicomiso financiero CITES—, otra alternativa es la creación de un fideicomiso financiero, que cabe asumirse será con oferta pública de sus valores negociables. Esta alternativa requiere de un fiduciario financiero (en el caso del CITES es el Banco de Valores SA), que puede o no ser quien desarrolle la tarea de búsqueda, selección y seguimiento de las *startups* (21) y de la emisión de valores fiduciarios que —insistimos— bien podrían o no contar con oferta pública, pero lo deseable para permitir el acceso del mayor número de inversores y por aspectos fiscales (que explicamos a continuación), es que sí cuenten con oferta pública.

Si bien desde una perspectiva teórica existe la posibilidad de constituir un fondo común de inversión, lo cierto es que no existe ningún caso. En lo que hace al análisis legal cabe destacarse que desde la ley 27.440 de Financiamiento Pro-

(21) En el caso del fideicomiso financiero CITES I esta tarea la desarrolla CITES, esto es, el Centro de Innovación Tecnológica Empresarial y Social SA en su rol de administrador y agente de selección, desarrollo y aceleración (en la terminología actual de la CNV que veremos más adelante sería el "gestor profesional"), siendo el Banco de Valores SA el fiduciario financiero, organizador y agente colocador.

ductivo (22) se permite expresamente que la sociedad gerente de un fondo común de inversión pueda contratar asesores de inversión. Esto es, es perfectamente posible que quien desarrolla la tarea de búsqueda, selección y seguimiento de las empresas no sea la sociedad gerente sino un tercero. Cabe destacar que la ley mencionada introdujo otros cambios para facilitar los fondos especializados que van desde el fin de la responsabilidad solidaria de la sociedad gerente con la sociedad depositaria y la creación de fondos solo para inversores calificados (23). Damos por obvio que el fondo será cerrado, esto es, que el número de cuotapartes se mantiene fijo durante toda la vida del fondo, dado que los fondos abiertos (aquellos cuyo número de cuotapartes aumenta con las suscripciones y se reduce con los rescates, esto es, fluctúa a lo largo de la vida del fondo) solo pueden invertir en acciones o valores negociables representativos de deuda que gocen de oferta pública (24).

Cabe mencionar que la Comisión Nacional de Valores ha reglamentado los fideicomisos y fondos comunes de inversión (vehículos de inversión colectiva) de capital emprendedor en una reciente resolución (25). Entre los diversos puntos de esta resolución cabe destacar que:

a) Se reguló los requerimientos específicos de información para fondos de *venture capital* unificados, esto es, sin importar si son fondos comunes cerrados o fideicomisos financieros,

(22) Vulgarmente denominada "Reforma a la Ley de Mercado de Capitales", que entrara en vigor en mayo de 2018 y modificara, entre otras, la ley 24.083 de Fondos Comunes de Inversión.

(23) Para un análisis de los inversores calificados en el derecho argentino nos remitimos a MALUMIÁN, Nicolás—SCROFINA, Mariana, "Inversores calificados en el Mercado de Capitales", RDCO nro. 301, marzo-abril 2020, p. 191.

(24) Otras características de los fondos comunes de inversión cerrados es que necesariamente sus cuotapartes deben contar con oferta pública (como forma de darle liquidez a un fondo que no puede rescatar sus cuotapartes), pueden tomar deuda y constituir gravámenes sobre sus activos. Cabe destacar que, si bien su número de cuotapartes es fijo, bajo la normativa actual, se podría realizar una ampliación del número de esta previa autorización de la CNV.

(25) Nos referimos a la RG CNV 868/2020 publicada el 17/11/2020 y vigente a partir del día siguiente.

incluyendo las metodologías de valuación y mecanismos de selección de las sociedades elegibles, políticas de seguimiento de las inversiones y políticas de salida o estrategias de desinversión.

b) Se prohibió la emisión de títulos de deuda fiduciaria (para los fideicomisos financieros) y de cuotapartes de renta (para los fondos comunes). Por ende, solo se pueden emitir certificados de participación y cuotapartes de propiedad. Lo dicho conlleva que no pueden endeudarse con emisión de valores negociables, sino que solo sean vehículos de *equity*.

c) Se limitó la posibilidad de compra de estos valores negociables a los inversores calificados, y con base en este punto, se limitó el plazo de difusión a un día hábil.

d) Se estableció como requisito que participe un gestor profesional en la actividad de selección y gestión de las empresas invertidas, que deberá ser una persona jurídica, experta en la administración de los activos específicos objetos de inversión, con amplia experiencia en el ámbito nacional o internacional, o que el fiduciario o la sociedad gerente acrediten contar con los conocimientos, idoneidad, experiencia previa y antecedentes en la materia.

e) Se previó específicamente la posibilidad de constituir un comité de inversiones "con atribuciones en el asesoramiento de la política de inversión y desinversión y en la selección y análisis de los activos elegibles" y un comité de control "destinado al seguimiento de la gestión de las inversiones, del cumplimiento de las políticas de inversión respectivas y del análisis e identificación de situaciones de conflicto de interés" (26).

(26) Dadas las características de los activos subyacentes, y para facilitar el desarrollo de los fondos de *venture capital*, cabe mencionar que a los fideicomisos financieros de *venture capital* se los excluye de la obligación de nombrar un agente de control y revisión, esto es, un contador público independiente con una antigüedad en la matrícula no inferior a 5 años cuyas tareas profesionales son la revisión y control de los activos a ser transferidos al fideicomiso financiero, el control de los flujos de fondos provenientes de la cobranza y verificación del cumplimiento de los plazos de rendición dispuestos por la normativa vigente, el control de los niveles de mora, niveles de cobranza y cualquier otro parámetro econó-

f) En el caso de los fondos comunes de inversión no resultará de aplicación la obligación de solo invertir en activos argentinos para los fondos de inversión de *venture capital* que tengan por objeto “sociedades constituidas en el país con potencial expansión regional o internacional en virtud de su actividad”. Las Normas de la CNV disponen que “en dichos supuestos, los fondos autorizados bajo este régimen especial podrán mantener su participación de capital en sociedades constituidas en el país que, con posterioridad a su adquisición, sean objeto de canje por otros instrumentos representativos de capital en el marco de un proceso de fusión con una controlante del exterior”.

g) Se establecen pautas de diversificación de activos por las cuales no se puede invertir en una sociedad más del 20% del patrimonio del fondo común o fideicomiso financiero, ni más del 35% cuando se trate de inversiones en sociedades de un mismo grupo económico.

h) Finalmente, cabe destacarse que las Normas de la CNV receptan una práctica habitual ya comentada que es separar la suscripción (capital comprometido) de la integración disponiendo que “se podrá prever el diferimiento de la integración del precio de suscripción de los valores fiduciarios, con indicación en el prospecto o suplemento de un cronograma estimativo. En tales supuestos, se deberá establecer en el contrato de fideicomiso las consecuencias ante la mora en la integración y, en su caso, la afectación de los derechos de los tenedores de los valores fiduciarios”.

Para finalizar nuestro comentario con respecto a los vehículos en la Argentina, veremos muy brevemente el tratamiento frente al impuesto a las ganancias. Desde esta perspectiva, se destaca que en el caso de los fideicomisos ordinarios caben dos posibilidades. En primer lugar, si el total de fiduciantes coincide con los beneficiarios y son todos sujetos residentes fiscales en el

mico-financiero que se establezca en la operación, el análisis comparativo del flujo de fondo teórico de los bienes fideicomitados respecto del flujo de fondos real, y su impacto en el pago de servicios de los valores fiduciarios, el control de pago de los valores fiduciarios y su comparación con el cuadro teórico de pagos incluido en el prospecto y/o suplemento de prospecto, el control y revisión de los recursos recibidos y su aplicación.

país, el fideicomiso podría no ser sujeto del impuesto a las ganancias, sino que podría limitarse a determinar la ganancia y atribuirla a los inversores. En este caso, los dividendos que paguen las sociedades argentinas invertidas tributan directamente en cabeza de las personas humanas, sucesiones indivisas y beneficiarios del exterior como si los cobraran directamente, a las alícuotas para dividendos. En el caso de personas jurídicas, estos dividendos no tributan en cabeza del fideicomiso y son no computables para las primeras. La alternativa es que el fideicomiso opte por tributar como una sociedad, esto es, determina y paga el impuesto acorde a las alícuotas que veremos a continuación. Frente al pago de dividendos por las sociedades argentinas invertidas, estos serán no computables para el fideicomiso y las personas humanas, sucesiones indivisas y beneficiarios del exterior solamente tributarán sobre esta renta al momento de la distribución de utilidades por el fideicomiso. En el caso de personas jurídicas, las utilidades en este caso también califican como no computables a los fines del impuesto a las ganancias. Esta alternativa se presenta especialmente interesante para fideicomisos en *venture capital* y *private equity*, dado que cabe asumir que invierten en sociedades argentinas, y por ende, frente a un pago de dividendos, las personas humanas no tributarían directamente sobre estos, sino al momento de la distribución y, además, se diferiría la tributación sobre estos montos en caso que el fideicomiso los reinvierta en lugar de distribuirlos.

Con el fin de evitar toda duda, los fideicomisos ordinarios en que coinciden los fiduciantes y beneficiarios y no optan pagar como una sociedad anónima, dado que el fideicomiso no paga, sino que determina y atribuye la renta, los inversores (fiduciantes/beneficiarios) deben considerar la ganancia atribuida en su declaración jurada como ganancia de la tercera categoría. Este último punto es relevante, dado que para las personas humanas se perderían las reducciones de alícuota y las exenciones que pudieran existir, dado que las ganancias emergentes del fideicomiso estarían sujetas a la escala del 5% al 35% (que dado lo bajo de los montos en la escala suele resultar directamente un 35%), salvo en el caso de dividendos de fuente argentina cobrados por el fideicomiso, por los que las personas humanas tributan a la alícuota para dividendos que vemos a continuación.

Por su parte, con respecto al tratamiento del fideicomiso ordinario como sociedad, recordemos que las sociedades argentinas (incluyendo SA, SAU, SAS y SRL) están gravadas al 30%, menos los dividendos que cobren que son no computables (a partir del 2022 se reduciría al 25%). El pago de dividendos a personas humanas y beneficiarios del exterior están gravados al 7% (a partir del 2022 se incrementaría al 13%) (27).

Por su parte, tanto el fideicomiso financiero con oferta pública como los fondos comunes de inversión (que necesariamente deben contar con oferta pública) no son sujetos del gravamen, salvo inversiones fuera de la Argentina. Para los cuotapartistas personas humanas, el rescate y la enajenación están exentos. Finalmente, los tenedores de certificados de participación de fideicomisos financieros con oferta pública que sean personas humanas también estarían exentos por los rendimientos que cobren.

IV. Vehículos legales en los Estados Unidos

Desde ya los vehículos legales de *venture capital* y *private equity* en los Estados Unidos están sujetos a los requerimientos descriptos anteriormente en este trabajo. El vehículo legal que los cumple y que se ha mostrado el más utilizado en todo el mundo del *common law* es la *limited partnership* o LP. Si bien existen múltiples países (y en el caso de los Estados Unidos, múltiples Estados) con *limited partnerships*, lo cierto es que Delaware se destaca por la cantidad de

sociedades que se inscriben en ese Estado (28). La norma que rige las *limited partnerships* en el Estado de Delaware es la *Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act* (29) y se caracteriza por permitir una amplia libertad negocial a quien redacte un *LP agreement* o acuerdo de *limited partnership*, esto es, su estatuto.

El *LP agreement* tiene dos clases de socios. Por un lado, los *limited partners* (también llamados comúnmente LPs) no tienen rol alguno en la administración del negocio, su responsabilidad es limitada al aporte comprometido, y reciben los rendimientos de la sociedad. Por otra parte, está el *general partner* (llamado también GP), que es quien maneja el negocio (en este caso elegir y administrar las empresas en que se invierte), tiene responsabilidad ilimitada por las deudas de la sociedad y recibe una remuneración establecida en el *LP agreement*. Pueden existir diversas clases de *limited partners*, como ya adelantamos, típicamente una diferencia es tener una preferencia al momento de una "liquidación", no solo frente a la liquidación final de la *limited partnership* sino frente a la venta de activos sustanciales. Si no existe una cláusula específica, la regla es que todos los derechos son proporcionales a la participación efectivamente hecha sobre el total (*pro rata share*) de las participaciones hechas por todos los *limited partners*. No es raro que los *general partners* también inviertan en el fondo de forma de mostrar que creen en su tarea y que tiene intereses

(27) Conforme al art. 86, incs. d) y e), ley 27.430, la alícuota corporativa de 30% se reduciría a 25% y la de dividendos se incrementaría del 7% al 13%, a partir de ejercicios que inicien a partir del 1 de enero de 2020. Sin embargo, esto fue suspendido por el art. 48, ley 27.541, "hasta los ejercicios fiscales que inicien a partir del 1 de enero de 2021 inclusive". Si bien la literalidad de la norma hizo suponer que las nuevas alícuotas recién aplicarían para ejercicios que inicien a partir del 2/1/2021, en el encuentro técnico tributario entre autoridades del Ministerio de Economía, AFIP y entidades profesionales del 8/1/2020 la AFIP manifestó que entendía que la suspensión era por un período fiscal, por lo que las nuevas alícuotas aplicarían a ejercicios que inicien a partir del 1/1/2021. Sin perjuicio de ello, a la fecha existe un proyecto de ley que establece la prórroga de la suspensión para ejercicios fiscales que inicien entre el 1/1/2021 y hasta el 31/12/2021, inclusive, que probablemente sea aprobado por el Congreso de la Nación.

(28) La elección de Delaware entre todos los Estados de los Estados Unidos responde a varios motivos. El primero, y que tal vez sea el menos mencionado formalmente, es que, dado que existe una gran cantidad de compañías en ese Estado que ha demostrado tener tribunales y una autoridad de registro y contralor de sociedades muy eficientes, hay poco incentivo para probar nuevas alternativas. La segunda es la flexibilidad de su legislación para reflejar el acuerdo entre las partes y la claridad y abundancia de su jurisprudencia. De hecho, al tratar temas corporativos (desde fusiones, venta de acciones y responsabilidad de directores, hasta juicios en protección de minoritarios) no es de sorprender que la inmensa mayoría de los fallos sean de la *Court of Chancery* o de la *Supreme Court* de Delaware.

(29) Cap. 15 del título VI, "Commerce and Trade", *Delaware Code*. De hecho, el art. 1202 del citado cap. 15 del Código de Delaware dispone que ese capítulo puede ser citado como la *Delaware Revised Uniform Partnership Act*.

alineados en juego (30). Esto no se debe confundir con la limitación a realizar inversiones en competencia o por fuera del fondo, tema que suele ser objeto de prohibición, o de expreso tratamiento permitiéndolo, pero con clara advertencia a los *limited partners*.

Cabe destacar que generalmente no existe una oferta pública de participaciones, por lo que la colocación de ellas es hecha en forma privada por lo que existe una muy limitada liquidez de las participaciones en la *limited partnership*. Lo dicho conlleva que existan fuertes restricciones a la forma en que se puede ofertar la participación en el fondo.

En referencia al tratamiento fiscal frente al impuesto a las ganancias federal de los Estados Unidos, cabe mencionar que la regla general es que la *partnership* no es un sujeto del impuesto, debiendo las ganancias ser atribuidas a sus socios (en este caso los *limited partners*). El hecho de que no se haga oferta pública es especialmente relevante a los fines fiscales, dado que las *partnerships* que hacen oferta pública de sus participaciones son tratadas como una *corporation* a los fines fiscales (esto es, pagan un 21% en su cabeza y cuando distribuyen los dividendos vuelven a pagar) (31).

En el caso de los *limited partners* en los Estados Unidos, deberán considerar año a año la ganancia de la *partnership*, sea que se le haya distribuido o no, debiendo considerar la ganancia como si la *partnership* no existiera. Esto conlleva que podría darse la situación en que el *limited partner* deba reconocer una ganancia, pero la *partnership* no distribuya utilidades, por lo que el *limited partner* deba afrontar el impuesto con sus propios activos. Por el contrario, si hubiera una distribución de efectivo (o valores negociables con oferta pública), esta distribución reduciría el monto a atribuirse en forma ficta a los *limited partners* de la ganancia dado que efectivamente ya tendrían la distribución y deberían gravarla en su cabeza.

(30) Una expresión muy gráfica que se utiliza en estos casos es *skin in the game*, si se me permite la traducción libre, sería sufrir en carne propia o tener el pellejo en juego.

(31) Existiría una excepción que tiene, entre otras condiciones, el requisito de que el 90% o más de la renta del vehículo tenga el carácter de *qualifying income* (que incluye, entre otros, intereses y dividendos).

En el caso de *limited partners* que no sean sujetos fiscales en los Estados Unidos la regla es que se considera que obtienen ganancia por la realización de negocios en los Estados Unidos. En la práctica esto conlleva una retención del 30% a menos que exista un convenio para evitar la doble imposición entre el país del *limited partner* y los Estados Unidos. En tal sentido, cabe destacar que no existe convenio vigente entre la Argentina y los Estados Unidos por lo que la alícuota aplicable para un inversor argentino sería del 30% que cabe asumirse podría tomar como crédito fiscal contra el impuesto a las ganancias argentino hasta el límite del incremento del impuesto argentino generado por la renta distribuida por la *partnership*. Otro punto especialmente relevante para un inversor argentino es que, dado que la *partnership* no es un sujeto fiscal en los Estados Unidos, al igual que le ocurre a los *limited partners* en ese país, los inversores argentinos deberán considerar que las inversiones hechas por la *partnership* fueron hechas directamente por el inversor argentino. Con respecto al caso de una venta de una participación en la *partnership*, cabe esperarse que sea considerar una venta cuyo valor derive de los activos subyacentes de la *partnership*, y como tal sujeta a una retención del 10% en los Estados Unidos. Desde la perspectiva argentina, las personas físicas estarán sujetas a un impuesto del 15% y las sociedades a una tributación del 30% (o 25%) (a la cual se sumará un 7% —o 13%— al momento de distribuir los dividendos) dado que estas últimas no distinguen entre ganancias ordinarias y de capital.

V. La preferencia de los fondos de *venture capital* por invertir en *C Corp* en Delaware

Dado que son transparentes a los fines fiscales y dada su muy fácil constitución, muchos emprendedores y empresas optan por una *limited liability company* o *LLC*. Pero los fondos de *venture capital* y *private equity* suelen exigir una forma societaria y un tratamiento fiscal propio de una *C Corp* (32). Justamente el

(32) Una *corporation* puede tratarse fiscalmente como una *LLC*, esto es, se la considera transparente a los fines fiscales si así lo elige. A esta clase de *corporations* se la denomina *S Corp*. Sin embargo, para poder tener este tratamiento fiscal estará sujeta a varias restricciones incluyendo solo poder emitir una clase de acciones (en rigor de verdad se permite diferenciar acciones, pero solo en lo que

tratamiento fiscal descrito es una de las razones para que las *limited partnerships* como vehículos de *venture capital* prefieran invertir en *C Corps* (esto es, sociedades por acciones que, tal como ya adelantamos, tributan en su cabeza el 21%, y cuando distribuyen se vuelve a gravar los dividendos). El motivo es que los *limited partners* suelen ser inversores institucionales como fondos de universidades (*endowments*), fondos de pensiones de empleados públicos o de empresas privadas y otros entes no gravados por impuestos, pero que no pueden recibir renta emergente de un negocio que no pagó sus impuestos en cabeza del negocio. En otras palabras, si la empresa invertida no es una *C Corp* sino que es una entidad transparente a los fines fiscales, la *limited partnership* también es transparente y por ende es el *limited partner* quien debería ser el responsable de pagar el impuesto. En cambio, si la empresa invertida es una *C Corp* y paga su impuesto, luego el fondo y los *limited partners* no tienen este problema.

Otro aspecto fiscal que hace a la elección de las *C Corp* (al menos en los fondos de *venture capital*) es que las empresas invertidas por los fondos de *venture capital* no van a repartir dividendos, sino que preservarán su efectivo para desarrollar su negocio. La *C Corp* tributa 21% sobre cualquier utilidad (pero podría darse que no haya ganancias los primeros años) e incluso en caso de haber ganancias, no habrá pago de dividendos. En consecuencia, los inversores no tienen nada que gravar dado que no hay atribución de las rentas (insistimos, si hubiera ganancias) y seguramente de atribuirse los inversores estarían gravados a tasas iguales o superiores al 21%.

Desde ya existen otros motivos ajenos a lo fiscal para la preferencia por *C Corps*. Uno de los más destacados es que, si bien es posible tener diferentes clases de participaciones en una *limited liability company* (o LLC), lo cierto es que los fondos invierten en acciones preferidas que ante la venta o liquidación de la compañía invertida tienen derecho a recobrar su inversión antes que los accionistas ordinarios cobren (tal

hace al derecho al voto), y solo los residentes fiscales de los Estados Unidos pueden ser sus accionistas. El tratamiento entre una *S Corp* y una LLC no es exactamente el mismo frente al Impuesto a las Ganancias, como regla genera el de la LLC es más flexible y favorable en lo que hace a aportes y distribuciones de activos, entre otros puntos.

como adelantamos, esto es similar a la preferencia que puede tener un *limited partner* en el vehículo). Esto se llama 1 x *liquidation preference* (si es que cobran 1 vez lo aportado, puede ser más de una vez y será 1.5 o 2 x), que a su vez puede ser *participating* o *non-participating* (según exista o no, en forma adicional al recuperado de lo invertido, un derecho a cobrar una participación en la distribución entre los accionistas ordinarios). En síntesis, es una forma de dejar de lado una distribución que, de no existir esta cláusula, sería hecha de manera proporcional entre todos los accionistas. Esta clase de acciones ha sido utilizada y probada en *corporations* por lo que su utilización genera mayor seguridad.

Mismo comentario se puede hacer sobre disposiciones antidilución y otras condiciones exigidas por los fondos para invertir en empresas. En tal sentido cabe destacar que un punto especialmente desarrollado bajo la ley de Delaware en las *corporations* es las *protective provisions* sobre votos de los fondos de *venture capital* en relación con emisión de nuevas clases de acciones, venta de la propiedad intelectual de la compañía, venta de las compañías en sí mismas, liquidación o recapitalización, y *registration rights* (el derecho a pedir que la compañía liste sus acciones).

Finalmente, una *C Corp* no tiene límites con respecto al número de accionistas actuales o futuros ni limite a su domicilio, por lo que da perfecta libertad para implementar toda clase de compensación con acciones (*stock options plan*).

Con respecto a la elección al Estado de Delaware, si bien existen otros que muy probablemente no presenten un problema (Nueva York y California por nombrar los obvios), lo cierto es que la elección de Delaware garantiza que sea aceptado por los fondos de *venture capital* sin necesidad de explicaciones.

Dado que la inmensa mayoría de fondos nombra directores en las compañías, el último punto que comentaremos será los estándares de actuación de los directores bajo el derecho de Delaware, y en particular, la responsabilidad de los directores nombrados por fondos de *venture capital* frente a situaciones que podrían mostrarse conflictivas. Para ello comentaremos el caso “Trados” de la Corte de Equidad de Delaware (*Delaware Court of Chancery*).

VI. El caso “Trados” y los estándares de actuación de los directores nombrados por fondos de *venture capital*

Como regla introductoria general cabe destacar que los directores de las *corporations* tienen deberes basados en la confianza depositada en ellos por los accionistas (*fiduciary duties*). Debiendo actuar en el mejor interés de los accionistas ordinarios de la *corporation*. Esto conlleva la obligación de estar informados sobre lo que acontece y afecta a la *corporation*, y actuar de buena fe y prudentemente para tomar medidas que, al momento de la decisión, se muestren como las más favorables a la *corporation* (y no a sus intereses personales). Lo dicho bajo ningún punto de vista significa que el director sea responsable si luego la decisión se muestra desahogada o por cualquier otra causa los negocios de la sociedad no resultan como se esperaba. El estándar es de actuación diligente y no conlleva asegurar un resultado. Pero, tal como es obvio, si se va contra el estándar (incluyendo una decisión contra el estatuto o el derecho estadual o federal) sí se será responsable por los daños causados (33).

Dado que los fondos de *venture capital* suelen invertir en acciones preferidas (en particular, en lo que respecta a la ya explicada *liquidation preference* al momento de la venta de la compañía) y esto puede dar lugar a conflictos con los tenedores de acciones ordinarias (generalmente, fundadores de la compañía y empleados con *stock options*), esta situación ha sido objeto de amplio debate y es por ello que el fallo “Trados” es tan relevante (34).

(33) En lo que hace a la Argentina, cabe destacar que, conforme al art. 59, LGS, “Los administradores y los representantes de la sociedad deben obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Los que faltaren a sus obligaciones son responsables, ilimitada y solidariamente, por los daños y perjuicios que resultaren de su acción u omisión”. Más específicamente, cabe recordar que la CNV por RG 797/2019 actualizó el código de gobierno societario.

(34) Existen otras fuentes de conflictos, como por ejemplo si alguna de las partes tiene intereses en juego en una operación con la compañía, si alguna de las partes también es propietaria de una compañía competidora, si existe algún tipo de tenedor intermedio (p. ej., *holding* o fondo común de inversión), si hay diferentes horizontes de inversión, entre otros. Pero insistimos, que el caso más

Un punto que debe considerarse y que puede llamar la atención al lector argentino (o de países del derecho civil continental, en general) es que el directorio de una *corporation* debe aprobar ciertas acciones como por ejemplo la venta de la compañía (35). Esto no conlleva que, en ciertos casos, el accionista no deba luego también aprobarla, pero incluso si es necesaria la aprobación de los accionistas, será posterior a la aprobación del directorio, y podría estar condicionada por la existencia de normas que no requieran mayoría agravada o que, como en el caso, tomen el total de las acciones y no cada clase en forma separada. En el caso “Trados” sí hubo una votación de los accionistas aprobando la transacción (36), pero ello no fue óbice a que

discutido ha sido el de la venta de activos y la aplicación de *liquidations preferences*.

(35) De hecho, el fallo que comentamos, con cita a amplia jurisprudencia, establece que “la obligación de actuar por el beneficio final de los accionistas no requiere que los directores cumplan con los deseos de un subgrupo particular del total de accionistas. Ver *Lear Corp. S’holder Litig.*, 967 A.2d 640, 655 (Del. Ch. 2008) (‘Los directores no son termómetros, cuya existencia tenga por objeto registrar el siempre cambiante sentimiento de los accionistas (...). Durante la vigencia de su mandato los directores pueden tomar acciones de buena fe que ellos crean van a beneficiar a los accionistas, incluso si ellos saben que los accionistas no están de acuerdo con ellos’); *Paramount Commc’ns Inc. v. Time Inc.*, 1989 WL 79880, at 30 (Del. Ch. July 14, 1989) (‘La ley societaria no opera sobre la teoría que los directores, en ejercicio de sus funciones de administración de la sociedad, están obligados a seguir los deseos de la mayoría de los accionistas. De hecho, son los directores y no los accionistas los que tienen la tarea de administrar la sociedad’), *Time*, 571 A.2d at 1150; *TW Servs.*, 1989 WL 20290, at 8 n. 14 (‘Mientras que la democracia corporativa es un concepto pertinente, una corporación no es una reunión de pueblo de Nueva Inglaterra; los directores, y no los accionistas, tienen la responsabilidad de administrar los asuntos de la sociedad, desde ya sujetos a la *fiduciary duty*’). Los accionistas pueden tener sus razones propias y peculiares para preferir decisiones para mal atribuir el capital. Los Directores deben ejercitar su juicio fiduciario en forma independiente; no tienen por qué proveer a los caprichos de los accionistas. Ver *Time*, 571 A.2d at 1154 (‘La Ley de Delaware confiere a los directores de la corporación en la administración de la sociedad. La *fiduciary duty* de administrar la sociedad incluye la selección del marco temporal para alcanzar los objetivos de la sociedad. Esta tarea no puede ser delegada en los accionistas’).”

(36) El porcentaje necesario para aprobar la transacción por parte de los accionistas de Trados, luego de ser aprobada por el directorio, era del 61% de los accionistas

un accionista ordinario que representaba el 5% demandara a los directores.

Otro aspecto para destacarse es que el fallo no es de la Corte Suprema de Delaware sino de la Corte de Equidad de Delaware (*Delaware Court of Chancery*). Si bien las cortes de equidad fueron eliminadas (unificándolas con las cortes de *common law*) en Inglaterra y en la mayoría de los Estados de los Estados Unidos, fueron reconocidas y reguladas por la segunda Constitución de Delaware (que rescataba una larga tradición anterior) en 1792 (37), para permanecer en el

preferidos (se obtuvo el 79,9%) y 50% del total de accionistas de todas las clases (se obtuvo 55,4%). Cabe destacar que no hubo una votación solo de los accionistas ordinarios, un punto que el fallo destaca.

(37) Esta segunda Constitución de Delaware (que no es la vigente) establecía en la primera oración de su art. VI, secc. 14, que la jurisdicción de equidad hasta ese momento ejercida por la *Common Pleas Court* sería separada de la jurisdicción del *common law*, y atribuida a un canciller, quien sería titular de las Cortes de Equidad en varios condados de este Estado (el texto en inglés dice: "The equity jurisdiction heretofore exercised by the Judges of the Court of Common Pleas, shall be separated from the common law jurisdiction, and vested in a Chancellor, who shall hold Courts of Chancery in the several counties of this State"). Esta norma es especialmente relevante pues da cuenta de que ya había una jurisdicción de *equity* separada del *common law*, y además porque por primera vez en el derecho del Estado de Delaware se crea expresamente esta Corte para ejercer esta jurisdicción. Posteriormente hubo varios cambios relevantes en la organización del Poder Judicial de Delaware, entre los cuales cabe destacar: la Constitución de 1897 de Delaware reguló con mayor detalle a la *Court of Chancery* y su relación con el resto del Poder Judicial; en 1949 una reforma constitucional que recibió la figura del *vice chancellor* (el primer *vice chancellor* se nombró en 1939, el segundo en 1961, el tercero en 1984; el cuarto en 1989, y posteriormente se sumaron dos más, siendo hoy una corte de 7 miembros, 6 *vice chancellors* y un *chancellor*); y en 1951 se creó una Corte Suprema del Estado tal como existe hoy en día que es la superior de la *Court of Chancery*. Con respecto a este último punto cabe destacar que la Corte Suprema de Delaware en los casos "Glanding v. Industrial Trust Co." (1945) y "duPont v. duPont" (1951) dijo que la *Court of Chancery* posee bajo la constitución de Delaware los poderes como tribunal de equidad de la que fuera la *High Court of Chancery* en el Reino Unido y que existiera al momento de la independencia de los Estados Unidos en 1776. Finalmente, cabe comentar que si bien, tal como ya se dijo, esta Corte ha tratado casos sumamente relevantes en materia de corporaciones, su competencia es muy amplia pues incluye cualquier remedio no previsto por el *common law* por lo que ha dictado fallos sobre testamentos, fideicomisos, discriminación racial, negativa a

derecho constitucional del Estado hasta hoy en día. Cabe destacar que desde principios del siglo XX es esta Corte en la cual se tratan los grandes casos corporativos del Estado de Delaware, muchos de los cuales giran en torno al *fiduciary duty* (traducible como deber de lealtad) de sus directores, y, por ende, la mayoría de los grandes casos corporativos de los Estados Unidos.

Hechas estas aclaraciones, pasamos al análisis del fallo del 16 de agosto de 2013, en la causa "Trados Incorporated Shareholder Litigation". Los hechos del caso son los siguientes: Trados era una desarrolladora de una *software* de traducción, creada en 1985, que a partir del año 2000 recibió varias rondas de financiamiento por parte de fondos de *venture capital* (38),

recibir tratamientos médicos, derechos reales y temas de capacidad de las personas, entre otros.

(38) Solo para dar una idea de los diversos inversores y miembros del directorio cabe mencionar que en marzo de 2000, First Union Capital Partners, el antecesor de Wachovia Capital Partners, LLC invirtió US\$ 5 millones en Trados recibiendo 1.801.303 acciones de la serie A, *Participating Preferred Stock*, y 1.838.697 de la serie B, *Non-Voting Convertible Preferred Stock*. Estas últimas, luego las convertiría a serie A *shares*, pasando a tener un total de 3.640.000 acciones preferidas. Las acciones de la serie A tenían una *liquidation preference* igual a su precio de adquisición original de US\$ 1,374 cada una, más un dividendo acumulativo del 8% anual que incrementaba el monto del *liquidation preference*. Asimismo, Wachovia obtuvo el derecho a designar un director y lo nombró. En abril de 2000, Mercury Capital, el predecesor de Hg Capital LLP, invirtió US\$ 10,25 millones a cambio de 5.333.330 acciones serie C, *Preferred Stock*. Tenían un *liquidation preference* equivalente a su precio de adquisición de US\$ 1,922. En agosto de 2000, Hg invirtió US\$ 2 millones adicionales a cambio de 862.976 acciones serie D, *Preferred Stock*, con *liquidation preference* equivalente a su precio de adquisición de US\$ 2,3176. En septiembre de 2000, Hg compró 1.379.039 acciones ordinarias por aprox. US\$ 2,3 millones. Hg también tenía el derecho a nombrar un director y así lo hizo. Tanto Wachovia como Hg hicieron inversiones adicionales (*follow-on investments*). Posteriormente, Trados compró a Uniscape que a su vez había recibido varias rondas de fondeo de Venture Capital incluyendo a Sequoia Capital por un total de US\$ 13 millones, y que ya tenía designado a un director en el directorio de Trados. Asimismo, Uniscape tenía una inversión de Mentor Capital LLC, manejado por Joseph Prang, que era miembro del directorio de Uniscape. Luego de la fusión en que Trados absorbe a Uniscape, Sequoia pasa a tener el derecho a nombrar dos directores en Trados. En agosto de 2002, Trados recibe US\$ 2 millones de Invision AG, a cambio de 2.350.174 acciones serie F, *Preferred Stock*, que tenían un *liquidation preference* equivalente al valor de adquisición de US\$ 0,8510. Invision

pero que luego de estos aportes no lograba que su negocio fuera como deseaba, y en un esfuerzo por salir adelante contrató nuevos gerentes (a los cuales debió prometer un incentivo) y tomó deuda. En 2005 finalmente el directorio de Trados aprobó la venta y la fusión con una tercera compañía, siendo el fin de la vida de Trados. Tal como a esta altura es obvio, la relevancia del fallo es por involucrar la venta de una compañía en la cual invirtieron varios fondos de *venture capital* (con acciones preferidas por tener *liquidation preference*), incluir personal jerárquico de la firma que recibió un pago en calidad de incentivo por la venta y la existencia de accionistas ordinarios (que nada cobraron, puesto que los fondos no fueron suficientes luego de pagadas las acciones preferidas y los incentivos).

En este caso se ve claramente la relevancia de la *liquidation preference*, los fondos de *venture capital*. En números concretos, de un total de US\$ 60 millones de precio de venta, el 13% (US\$ 7,8 millones) fue para el *management* por el esquema de incentivos, el saldo de US\$ 52,2 millones fue para los tenedores de acciones preferidas (fondos de *venture capital*), esto es menos del total de US\$ 57,9 millones a los cuales tenían derecho como *liquidation preference* (tal como explicamos en una nota al pie, en algunos casos la *liquidation preference* incluía dividendos preferidos devengados no pagados), y reiteramos, nada quedó para los accionistas ordinarios (39).

pasó a tener derecho a nombrar un director y así lo hizo. La diferencia es que no nombró a un socio de la firma, sino que era un tercero. En agosto de 2003, Invision invirtió US\$ 2 millones adicionales a cambio de 2.428.513 acciones serie, *FF Preferred Stock*, con un *liquidation preference* de su valor de adquisición de US\$ 0,8235.

(39) Adjuntamos el cuadro con el detalle de lo obtenido por cada fondo de *venture capital* medido en millones de dólares estadounidenses:

Fondo de <i>venture capital</i> (accionistas preferidos)	Total de inversión (<i>ex-dividends</i>)	Parte del precio de venta que obtuvo	Ganancia
Hg	16,6	18,9	2,3
Wachovia	6	8,1	2,1
Invision	4	4,3	0,3
Sequoia	3,8	4,4	0,6
Mentor	0,191209	0.220633	0,029424

Los accionistas que demandaron dijeron que lo que más les interesaba era salirse de la inversión y que lo correcto hubiera sido esperar para generar un mejor valor de venta así los accionistas ordinarios hubieran podido cobrar algo.

Pero, ¿cómo vio esta situación el tribunal? El tribunal desarrolla un extenso y profundo análisis. En su análisis legal general sobre la responsabilidad de los directores, el tribunal dice:

a) Existe una importante jurisprudencia en materia de *fiduciary duty* de directores en Delaware: desde el caso “Cede & Co. v. Technicolor, Inc. (Technicolor I)”, 542 A.2d 1182 (Del. 1988), se incluyó en el derecho de Delaware el análisis del *fiduciary duty* de los directores, en una infinidad de casos dando lugar a numerosa y profunda jurisprudencia del tribunal (que será utilizada como fundamento de la decisión).

b) *Standard of conduct* y *standard of review*: En los casos en que se analiza la posible violación a este *fiduciary duty* se debe distinguir el *standard of conduct* del *standard of review*. El primero (*standard of conduct*) describe lo que se espera que hagan los directores y es definido en el contexto de las obligaciones de lealtad y cuidado. Este estándar es calificado en el fallo como piedra fundamental y requiere que se promueva la creación de valor para beneficio de los accionistas (citando profusa jurisprudencia en la materia). El segundo (*standard of review*) es el test que los Jueces deben aplicar cuando evalúan si los directores han cumplido el *standard of conduct* en el caso concreto, y determina lo que el demandante debe alegar y probar.

c) Niveles del *standard of review*: Existen tres diferentes niveles de *standard of review* bajo el derecho de Delaware: 1) si los directores son independientes y no tienen intereses en juego en las decisiones que toman, se aplica el estándar más favorable ellos, que es el *business judgment rule*; 2) si hay conflictos potenciales de interés en situaciones recurrentes y fácilmente identificables, se aplica el *enhanced scrutiny*; y 3) finalmente, si los directores que toman la decisión no son en su mayoría independientes y tienen intereses en juego, se aplica el más riguroso de los criterios, *entire fairness*. El tribunal aclara que se puede evitar los criterios más rigurosos si se crea un comité independiente para tomar la decisión o se somete la misma a la aprobación

de accionistas que no tengan un interés en el tema.

d) *Business judgement rule*: El nivel que como regla se aplica es el *business judgment rule*. Esta regla conlleva asumir que al tomar una decisión el directorio actuó correctamente informado, de buena fe y en la creencia honesta de que la acción tomada es en el mejor interés de la compañía. Esta regla refleja y promueve la lógica de que el directorio es el cuerpo societario adecuado para manejar los asuntos de la compañía. Salvo que se pruebe en contrario, esto es, que uno de los elementos no existió (esto es, información, buena fe y honestidad), los tribunales solo pueden revisar la racionalidad de la decisión, entendida como una decisión lógica para lograr los objetivos de la corporación, y solo ante la total falta de racionalidad se puede imputar la decisión.

e) *Enhanced scrutiny*: Es el nivel intermedio de los estándares que usa el tribunal en Delaware. Requiere que los directores demandados demuestren que sus motivos fueron correctos y no actuaron en su propio interés, y que sus acciones fueron razonables para lograr los objetivos legítimos de la compañía. Este estándar se aplica a casos específicos en los cuales incluso directores independientes podrían ver comprometida su decisión por existir un conflicto de intereses. Este nivel fue creado en el caso “Unocal” (40) por la Corte Suprema de Justicia de Delaware, un caso en que se analizaba un *take over* hostil (una compra de una compañía sin buscar el consentimiento de esta), y fue aplicado nuevamente en el caso “Revlon” (41). En rigor de verdad, los tribunales solo han considerado a los directores responsables bajo este estándar en casos en que las decisiones se demostraron groseramente imprudentes e inexplicables, al punto que ninguna persona de bien y mínimamente informada podría haber tomado esa decisión. En síntesis, si se aplica el *enhanced scrutiny* los directores deben demostrar que actuaron razonablemente para obtener el mejor

valor para los accionistas en las circunstancias concretas del caso.

f) *Entire fairness*: Este es el estándar más estricto de las cortes de Delaware y se aplica cuando el directorio está decidiendo en un contexto de conflicto de interés real (no potencial). Si este estándar se aplica, el director demandado debe demostrarle al tribunal que tanto el proceso de la decisión como el resultado fueron justos (42). El análisis del proceso de decisión incluye si fue hecho en el momento correcto, cómo se inició, estructuró la transacción, se negoció, y como se aprobó por los directores y los accionistas. El precio justo se vincula a monto y forma de pago de la contraprestación, sobre la base de activos de la compañía, valor de mercado de estos, ganancias, estimaciones futuras, entre otros. Se destaca que no basta que los directores creyeran que la transacción era justa, la transacción debe ser justa medida en forma objetiva más allá de lo que el directorio crea (“Gesoff v. IIC Indus., Inc., 902 A.2d 1130, 1145 [Del. Ch. 2006]).

g) El caso de los directores de Trados: En el caso concreto de Trados, el tribunal explica que, dado que el directorio de Trados no tenía una mayoría de directores independientes de los accionistas preferidos y que no tuvieran intereses en juego, por lo que el estándar a aplicarse es el más riguroso de *entire fairness*. Esto no quiere decir que necesariamente los directores violaron su *fiduciary duty*, pero sí significa que se aplica el estándar más escrito y se debe probar que la transacción que el directorio de Trados aprobó era objetivamente justa. En otras palabras, no existe un obstáculo legal en ser director designado por un fondo de *venture capital*, pero debe probar que las decisiones en el directorio de Trados eran conforme a su *fiduciary duty* en relación con los accionistas de Trados.

Asimismo, la Corte estableció que los demandantes (los accionistas ordinarios) habían probado que los directores nombrados por los fondos de *venture capital* tenían un interés en actuar a favor de ellos mismos y no de los accionistas ordinarios (43), y que por ende el estándar

(40) Fallo de la Corte Suprema de Delaware del 10/6/1985, *in re* “Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.”, Del. Supr., 493 A.2d 946, 955 (1985).

(41) Fallo de la Corte Suprema de Delaware del 13/3/1986 *in re* “Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings”, 506 A.2d 173 (1986).

(42) El *leading case* es “Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc. (Technicolor III)”, 663 A.2d 1156, 1163 (Del. 1995).

(43) El fallo explica que los inversores en *venture capital* al tener *liquidation preference* ganan menos del incremento de valor de la firma y pierden más en caso de fracaso

de actuación era más elevado que el normal. En otras palabras, que debía aplicarse el *entire fairness standard*. Este estándar requiere que los directores demandados demuestren que el proceso y las condiciones de venta fueron justos. Esto es, se revierte la lógica general: probado que el director tiene un interés diferente al de la *corporation* en juego en la decisión, es el director el que debe probar que actuó diligentemente (esto es, ya no se presume a su favor sino, en su contra). Para llegar a la conclusión de que los directores nombrados por los fondos de *venture capital* tenían un interés en juego, el tribunal consideró que los fondos de *venture capital* buscan altos retornos en un lapso limitado (generalmente 10 años o menos), y que los fondos que invirtieron en Trados no eran la excepción a esta regla. Esto conllevó considerar que los directores de Trados designados por los fondos de *venture capital* tenían una clara preferencia por salirse de la inversión y vender la compañía, siendo irrelevante si el director era empleado o no del fondo que lo había nombrado, dado que, en este último caso, tenía relaciones profesionales a largo plazo con los fondos. En otras palabras, el mero hecho de que no cobrara un sueldo del fondo no lo convertía en un director independiente si la relación y defensa de los intereses del fondo era evidente.

El tribunal agrega que el procedimiento para tomar la decisión no fue el correcto, dado que se podría haber obtenido una opinión de un tercero independiente, se podría haber pagado todo o una mayor proporción del incentivo de los fondos que le correspondían a las acciones preferidas en vez de las ordinarias, se podría haber constituido un comité independiente para analizar la operación, o sujetar la transacción a la aprobación de todos o una parte mayor de los accionistas ordinarios.

de la misma. Esto conlleva que un directorio controlado por directores nombrados por los fondos de *venture capital* tienda a ser adverso al riesgo, y prefieran la venta de la compañía que su continuidad como ente independiente. Este efecto distorsivo es más probable cuando la firma no es un fracaso total (en ese caso todos pierden) ni es un gran éxito (en ese caso todos ganan) sino cuando está en un rango intermedio. En la jerga, a las empresas en esta situación "intermedia" se las denomina *living dead*. Típicamente son empresas de fondos que ya están buscando cerrarse, que no justifican su total abandono, pero que no tienen un crecimiento que permita venderse con ganancias interesantes, por lo que se busca su venta a compañías más grandes en el mismo rubro.

Asimismo, destacó su postura en otros fallos en el sentido de que los directores deben defender los intereses de los accionistas ordinarios, dado que los accionistas preferentes tienen acuerdos que los protegen. No existe *fiduciary duty* a favor de los derechos de los accionistas preferentes, dado que es una cuestión contractual y no emerge de derechos como tenedor de capital en la sociedad, no existiendo una obligación del directorio de maximizar el *liquidation preference* de un accionista preferente. En otras palabras, el tribunal puso en duda (por decir lo menos) que el procedimiento seguido por el directorio para tomar la decisión haya sido el correcto.

Frente a este planteo, uno podría imaginar que el tribunal iba a fallar contra los directores, pero el tribunal estableció que la justicia (*fairness*) debe mirar el precio y el proceso de venta, y dado que la evidencia mostró que el valor económico obtenido por los accionistas ordinarios (esto es, cero) era justamente el valor de las acciones ordinarias al momento de la transacción (nada), entonces el precio obtenido fue el justo. El tribunal ve razonable que se haya entrado a la transacción dados los riesgos y lo dudoso de que la compañía en el futuro fuera exitosa. En conclusión, el tribunal falló diciendo que la venta fue justa para los accionistas ordinarios de Trados y que el directorio (incluyendo los directores nombrados por los fondos de *venture capital*) no violó sus *fiduciary duties* al aprobarla.

VII. Comentario final

No es una sorpresa que en los Estados Unidos exista una mucho mayor experiencia en la constitución y el uso de vehículos de *venture capital*, y si bien sus formas jurídicas y jurisprudencia no son trasladables sin mayor análisis, sí es cierto que conocerlas brinda una guía de importancia.

Cabe destacar que nuestra Corte Suprema ha citado en varias oportunidades precedentes de los Estados Unidos (siendo el caso más famoso "Marbury vs. Madison", que dio lugar al inicio del control constitucional difuso en la Argentina), por lo que no queda duda de la relevancia del conocimiento de la práctica y derecho estadounidense para quienes debemos responder consultas en la Argentina.

En síntesis, esperamos que esta comparación entre los vehículos y normas de ambos países sea de utilidad.