



Universidad de Buenos Aires (UBA)

From the Selected Works of Nicolas Malumian

July, 2021

VC en startups en Arg y Estados Unidos - SAFE

Nicolas Malumian, *Universidad de Buenos Aires (UBA)*



Available at: <https://works.bepress.com/nicolas-malumian/65/>

Aporte de fondos de *venture capital* en *start-ups* en la Argentina y los Estados Unidos (SAFE KISS) (*)

Nicolás Malumián (*)

Sumario: I. Introducción.— II. Deuda convertible (el KISS de deuda).— III. Aportes irrevocables (el SAFE y el KISS de capital).— IV. Comentario final.

I. Introducción

El objeto del presente es explicar las formas en que los fondos de *venture capital* instrumentan sus inversiones en las *start-ups* en las etapas más tempranas (*angel* y *seed*) (1). Si bien no se ha llegado a un nivel de estandarización como el obtenido en otras áreas del derecho comercial [p. ej., en materia de contratos derivados con los documentos ISDA (2)], sí se ha llegado al suficiente grado de estandarización como para que sea imprescindible conocer los documentos más usados en la industria si se quiere ser parte de una negociación de inversión de una *start-up* (3). Asimismo, el principal elemento que se

destaca en todos los instrumentos utilizados es su simplicidad (4), ya que se busca que sean instrumentos cortos y claros que reduzcan al mínimo los tiempos de negociación (5). Se busca que la estandarización permita rapidez (efectividad en tiempos), ahorros (efectividad en costos) y un mejor entendimiento (dado que el uso generalizado lleva a más gente analizando y con más oportunidades para hacerlo) (6). En

(1) De las etapas de inversión, esto es: la inicial, de amigos y familiares (generalmente llamada FFF, por *friends, family and fools*, que se traduciría como “amigos, familiares y tontos”), la de capital semilla (*pre-seed* o *seed*), y las series A en adelante, en todas intervienen *angel investors* o *venture capital funds* en etapas *seed* o *pre-seed*, y se usan los instrumentos descriptos en este trabajo. En general, cuando ya se llega a la serie A se ven aportes por acciones preferidas.

(2) Para un análisis actualizado de estos contratos remitimos a MALUMIÁN, Nicolás, “Los derivados ante la insolvencia (*close out netting*)”, RDCO 304-27.

(3) En el caso en que la inversión sea posterior a *seed* (esto es, al menos una serie A), muy probablemente no se usen estos instrumentos, pero se deba conocerlos, dado que la *start-up* los habrá usado y, tal como veremos, afectan las participaciones en el capital de la empresa.

(4) Este punto es destacado en el propio nombre de los instrumentos: KISS (en inglés, “beso”) es un acrónimo para *keep it simple securities* (y cabe destacar que hace recordar el KISS de *keep it simple stupid*, algo así como “no la compliques”, o “mantenelo simple, estúpido”); y SAFE (en inglés, “seguro”) es un acrónimo para *simple agreement for future equity*; si se me permite la traducción libre, que espero sea clara, sería algo así como acuerdo simple para participaciones futuras en el capital. Una ventaja extra de la estandarización es evitar que un inversor con mucha mayor experiencia que un emprendedor abuse de esta asimetría en la información.

(5) Para un desarrollo de cómo evolucionaron los contratos de *venture capital*, y en particular el cambio producido a partir de 2005, se puede ver COYLE, John F. - GREEN, Joseph, “Contractual innovation in venture capital”, *Hastings Law Journal*, vol. 66, 28/03/2014, p. 133, UNC Legal Studies Research Paper nro. 2417431.

(6) Para una crítica a los *cookie-cutter paragraph in a boilerplate form* (algo así como párrafos hechos con cortadores de galletitas y puestos en clichés) en la industria del *venture capital*, esto es, el cortar y pegar sin entender, se puede ver BRATTON, William W.,

otras palabras, bajo ningún concepto propiciamos el uso de contratos sin entenderlos; lo que buscamos es todo lo contrario: dado que existen prácticas en la industria, que las entendamos, así como sus modelos, y no perdamos tiempo en reinventar la rueda.

En lo que hace a las formas de hacer el aporte de fondos a una *start-up*, la primera gran división es entre deuda convertible, aportes irrevocables (o compras anticipadas de acciones) y aportes de capital (que generalmente para los inversores de *venture capital* se representan en acciones preferidas). Como se puede apreciar, no contemplamos la deuda simple (no convertible), dado que no es utilizada salvo por fondos especializados en *venture debt financing*, pero son los menos y sus documentos no suelen diferir sustancialmente de los instrumentos de deuda habituales.

A los efectos de nuestro análisis, veremos los instrumentos más utilizados en los Estados Unidos (7), por ser los que se han difundido en toda Latinoamérica, pero comentando su posible aplicación en la Argentina.

II. Deuda convertible (el KISS de deuda)

La deuda convertible es un contrato o valor negociable que representa una deuda pero que, dadas ciertas circunstancias descriptas en el propio instrumento, es convertible por acciones de la empresa deudora. Tal como veremos en detalle, estos instrumentos suelen ser convertibles cuando se cumple cierto plazo (pudiendo ser prorrogado por el tenedor), si se obtiene una ronda de financiamiento (según el instrumento, puede haber un mínimo de financiamiento para que se gatille esta conver-

“Venture capital on the downside: preferred stock and corporate control”, 100 *Mich. L. Rev.* 891-945 (2002). Una iniciativa muy interesante es la unificación de los acuerdos de confidencialidad (en inglés, llamados NDA, por *non-disclosure agreement*), que puede verse en www.onenda.club.

(7) Sobre el grado de difusión y uso de los instrumentos que veremos, podemos decir que se usan más en la costa oeste de los Estados Unidos que en la costa este, y que el SAFE es más conocido que el KISS, pero el grado de uso es creciente (y cada vez con menor cantidad de cambios), por lo que cabe esperarse que en poco tiempo todo el ecosistema emprendedor lo esté utilizando.

sión) o el grupo de fundadores obtiene cierta liquidez (8).

El gran problema que generan los préstamos de un fondo de *venture capital* es que seguramente representen una cantidad muy significativa de los activos de la *start-up* y, por ende, nos encontraremos con que la empresa tiene un patrimonio neto negativo. Si los fondos de los *venture capital* se aplicaran a activos de capital (v.gr., compra o construcción de inmuebles u otros activos amortizables en el largo plazo), la deuda se vería compensada por un mayor activo. Pero si los fondos son aplicados a gastos corrientes (p. ej., pago de sueldos o servicios), se acumularía una deuda sin contrapartida en el activo, dando un patrimonio neto (diferencia entre activo y pasivo) negativo. Y dado el rápido uso del efectivo (*cash burn*) de las *start-ups* en personal y otros gastos corrientes, lo segundo es más probable que lo primero.

Tanto en los Estados Unidos como en la Argentina el patrimonio neto negativo representa un problema, pero, dada la menor flexibilidad de nuestro derecho, los problemas son más acuciantes en la Argentina. En concreto, nos referimos a que bajo el derecho argentino las sociedades con patrimonio neto negativo deben liquidarse (9), y si bien la causal no es automática (se requiere de un balance ajustado por inflación que muestre esta situación), afecta el principio de “empresa en marcha”, por lo que debe ser evaluada por los auditores contables con la consiguiente observación a los estados contables y, desde ya, genera responsabilidad de los directores (10) y, eventualmente, de los

(8) Este caso es frecuente cuando una empresa no desea comprar la *start-up*, sino contratar a sus fundadores, y por ende no hay un pago formal por las acciones, sino otra clase de pagos. Es una protección a los inversores que se pueden encontrar con que la *start-up* es abandonada o vendida por muy bajo valor, dado que el pago es como un bono inicial u otra forma de pago por el inicio de una relación laboral o profesional.

(9) El art. 94 de la Ley General de Sociedades (LGS), intitulado “Disolución: Causas”, dispone en su parte pertinente: “La sociedad se disuelve: (...) 5) por la pérdida del capital social...”

(10) El art. 59 de la LGS dispone: “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,

síndicos (11). Ante la situación de patrimonio neto negativo (12) (de no existir una suspensión de esta causal de disolución como las ha habido

ilimitada y solidariamente, por los daños y perjuicios que resultaren de su acción u omisión”. A este deber de lealtad y diligencia (si se quiere, equivalente al *fiduciary duty* de los directores en el derecho de los Estados Unidos) se le suma lo dispuesto por el art. 99 de la misma ley, que establece: “Los administradores con posterioridad al vencimiento de plazo de duración de la sociedad o al acuerdo de disolución o a la declaración de haberse comprobado alguna de las causales de disolución, solo pueden atender los asuntos urgentes y deben adoptar las medidas necesarias para iniciar la liquidación. Cualquier operación ajena a esos fines los hace responsables ilimitada y solidariamente respecto a los terceros y los socios sin perjuicio de la responsabilidad de estos”. Finalmente, en caso de ser declarada la quiebra se aplicarán las normas de responsabilidad de la ley 24.522 de Concursos y Quiebras. Por su parte, el art. 274 de la LGS dispone: “Los directores responden ilimitada y solidariamente hacia la sociedad, los accionistas y los terceros, por el mal desempeño de su cargo, según el criterio del art. 59, así como por la violación de la ley, el estatuto o el reglamento y por cualquier otro daño producido por dolo, abuso de facultades o culpa grave. Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo anterior, la imputación de responsabilidad se hará atendiendo a la actuación individual cuando se hubieren asignado funciones en forma personal de acuerdo con lo establecido en el estatuto, el reglamento o decisión asamblearia. La decisión de la asamblea y la designación de las personas que han de desempeñar las funciones deben ser inscriptas el Registro Público de Comercio como requisito para la aplicación de lo dispuesto en este párrafo. Queda exento de responsabilidad el director que participó en la deliberación o resolución o que la conoció, si deja constancia escrita de su protesta y diera noticia al síndico antes que su responsabilidad se denuncie al directorio, al síndico, a la asamblea, a la autoridad competente, o se ejerza la acción judicial”.

(11) En relación con los síndicos, el art. 296, LGS, dispone: “Los síndicos son ilimitada y solidariamente responsables por el incumplimiento de las obligaciones que les imponen la ley, el estatuto y el reglamento. Su responsabilidad se hará efectiva por decisión de la asamblea. La decisión de la asamblea que declare la responsabilidad importa la remoción del síndico”. Art. 297: “También son responsables solidariamente con los directores por los hechos y omisiones de estos cuando el daño no se hubiera producido si hubieran actuado de conformidad con lo establecido en la ley, estatuto, reglamento o decisiones asamblearias”.

(12) Nos referimos al caso en que las pérdidas acumuladas superan los aportes de capital propiamente dicho, las reservas legales y facultativas, los resultados acumulados y, desde ya, los ajustes por inflación de estos conceptos y cualquier otro concepto que esté en el patrimonio neto.

en el pasado) (13), la única solución de la ley es un nuevo aporte de los socios, que puede ser hecho como un reintegro de capital o como un aumento de capital (14).

Un análisis detallado de estas alternativas excede el objeto del presente. Nos limitamos a decir que, de ser un reintegro, son aportes que no conllevan incrementar el número de acciones, y los socios disconformes cuentan con la posibilidad de ejercer el derecho de receso (el retiro de la sociedad con reembolso de sus acciones conforme al valor del balance). No se modifica el capital nominal, dado que no se emiten nuevas acciones ni se cancelan las que ya están emitidas. Tampoco se aplican las formalidades de aumento o disminución de capital. Cabe mencionar que podría haber una reducción de capital parcial y un reintegro parcial de forma tal que entre ambas se cubran las pérdidas acumuladas. En principio, el aporte debe ser proporcional. Por su parte, en un aumento de capital sí se emiten nuevas acciones y se aplican las formalidades y procedimientos de todo aumento. También puede haber una reducción de capital para absorber pérdidas y luego un aumento (15).

(13) Cabe mencionar que, fruto de las innumerables crisis argentinas, esta norma ha sufrido infinidad de suspensiones. Por ejemplo, por el art. 59 de la ley 27.541 (BO del 23/12/2019) de Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el Marco de la Emergencia Pública se suspendió la norma hasta el 31/12/2020.

(14) El art. 94 de la LGS ya citado debe leerse juntamente con el art. 96 de la misma ley, que, bajo el título “Pérdida del capital”, dispone: “En el caso de pérdida del capital social, la disolución no se produce si los socios acuerdan su reintegro total o parcial del mismo o su aumento”.

(15) Cuando la reducción del capital es a cero y luego se hace un aumento —en la jerga, denominado “operación acordeón”—, que ha sido objeto de debate particular en la doctrina. En el caso concreto de la IGG de la Ciudad de Buenos Aires, luego de la res. part. 1452/2003, del 11/11/2003, en el expediente “Comital Convert SA”, no se permite esta operación. De hecho, el art. 113 de la res. gral. IGG 7/2015, bajo el título “Operación acordeón. Improcedencia”, dispone: “No se inscribirán la reducción a cero del capital social —consecuencia de su pérdida total— y su simultáneo aumento (operación acordeón). La pérdida total del capital social como causal de disolución de la sociedad (art. 94, inc. 5º, ley 19.550) debe revertirse mediante el reintegro total o parcial del mismo o su aumento (art. 96, ley citada), este segundo sujeto a inscripción conforme a las disposiciones pertinentes de

Más allá de las diferencias entre ambos casos [en particular para los minoritarios y en lo referente a los efectos fiscales frente al impuesto a las ganancias (16)], lo concreto y relevante para nuestro análisis es que debe haber un aporte

esta sección. Si el reintegro es parcial, procede la reducción de la cifra estatutaria al importe de dicho reintegro, la que debe inscribirse de acuerdo con el art. 110 de estas normas”

(16) En el dictamen DiALIR 2/2019, del 18/12/2019, el Fisco Nacional opinó: “en el particular se plantea si los fondos recibidos por ‘YYY SA’ en concepto de aportes irrevocables que no fueron capitalizados sino destinados a la absorción de pérdidas contables deben ser considerados ganancia en el marco de la precitada normativa legal. Al respecto (...) esta asesoría letrada tuvo oportunidad de abordar el tratamiento tributario que cabe conceder a la absorción de pérdidas contables mediante reintegro de capital u otra figura análoga, indicando en dicha ocasión que ‘... la absorción de pérdidas contables importa un enriquecimiento a título gratuito en cabeza de la encartada, derivado de la condonación de deuda que realiza el socio mayoritario’. Así ello, sostuvo que este incremento del patrimonio de la sociedad ‘... es, a todas luces, a título gratuito puesto que en rigor el socio no ha recibido como contrapartida participación alguna en el capital de la sociedad, ni tampoco contraprestación dineraria’. En ese marco, se señaló que ‘... cuando una persona condona la deuda a otro sujeto tributario, en rigor, está incurriendo en una liberalidad que representa para el destinatario de los montos un enriquecimiento a título gratuito, representando para este último (sociedad) un incremento patrimonial alcanzado por el impuesto a las ganancias, en virtud de lo normado en el art. 2º, apart. 2º de la ley del tributo’. Conforme surge del antecedente precitado, el incremento del patrimonio de la sociedad producto de la absorción de pérdidas contables mediante reintegro del capital social o figura análoga —sin que exista una contraprestación por parte de la empresa receptora—, importa para esta última un enriquecimiento a título gratuito que se encuentra gravado por el impuesto a las ganancias. Siguiendo dicha línea de razonamiento, y toda vez que en el caso particular ‘YYY SA’ recibe aportes por parte de sus socios mayoritarios que no fueron capitalizados sino destinados a la absorción de pérdidas, corresponde concluir que tales importes configuran un enriquecimiento a título gratuito para aquella y, por lo tanto, se encuentran alcanzados por el impuesto a las ganancias. En virtud de las consideraciones precedentes, esta asesoría concluye que el incremento patrimonial producido como consecuencia de la absorción de pérdidas contables, constituye para la rubrada un enriquecimiento a título gratuito, alcanzado por el apart. 2º del art. 2º de la Ley de Impuesto a las Ganancias, texto citado”. Más allá de la opinión que nos merezca el dictamen (que no compartimos, dado que no hay ni *animus donandi* ni liberalidad alguna, sino, por el contrario, el cumplimiento de un mandato legal para evitar una responsabilidad

económico de los socios, y es justamente lo que en una *start-up* no se puede hacer, dado que se busca el financiamiento de terceros que no son los fundadores (17).

En síntesis, en la Argentina, dependiendo de la aplicación de los fondos y, por ende, del tratamiento contable, es muy probable que no sea posible este mecanismo, porque llevaría a una situación de disolución de la sociedad. En virtud de este problema, en múltiples oportunidades se deja de lado la deuda convertible.

En los Estados Unidos la regla es diferente. No es del todo claro que un patrimonio neto negativo contable lleve a considerar que la sociedad es insolvente si continúa pagando sus deudas (18). Esto es, podría ocurrir que una compañía tenga un pasivo mayor a sus activos a efectos contables, pero en la medida en que sea líquida podrá seguir operando. Asimismo, la consecuencia de la falta de liquidez no es la obligación legal de disolver la sociedad en forma obligatoria, sino que nacerá para los directores una obligación fiduciaria (*fiduciary duty*) a favor de los acreedores, incluyendo los empleados de la sociedad (19).

y la pérdida de la sociedad), lo cierto es que se deberá considerar esta postura del Fisco.

(17) Una alternativa posible es la revaluación de activos de forma que permita mostrar mayor activo a partir de un correcto reflejo contable de su valor, pero sería muy raro que una *start-up* cuente con bienes que permitan esta solución, situación más propia de compañías con larga historia e importantes activos cuyo valor no fue correctamente reflejado a lo largo del tiempo.

(18) El art. 1302 del *Delaware Code* de 2012 (tít. 6, sobre “Comercio y negociaciones”, cap. 13, sobre “Transferencias fraudulentas”), intitulado “Insolvenca”, dispone en sus dos primeros párrafos: “(a) un deudor es insolvente si la suma de sus deudas es mayor que sus activos valuados de forma justa; (b) el deudor que generalmente no está pagando sus deudas al momento de su vencimiento se presume insolvente...”

(19) El *leading case* en la materia es un fallo de la Court of Chancery de Delaware, *in re* “Crédit Lyonnais Bank Nederland, NV vs. Pathe Communications Corporation”, decidido el 30/12/1991. De este fallo, escrito por el *chancellor* William Allen (quien vivió entre 1944 y 2019, y fue *chancellor* por 14 años, con un enorme prestigio), su parte más citada es su nota a pie 55, en la cual se dice: “en la cercanía a la insolvenca, pueden surgir circunstancias cuando el curso correcto (tanto eficiente, como justo) a seguirse por la sociedad puede divergir de la elección que los accionistas harían”. El fallo “Crédit Lyonnais” fue

Lo dicho conlleva una responsabilidad personal de quien administra la compañía en relación con sus acreedores si continúa con esta situación y desemboca en una imposibilidad de pago de sus obligaciones. En otras palabras, si bien la regla de derecho no es igual, claramente no es lo mejor tener una deuda que conlleve una posible iliquidez y los consiguientes problemas.

Cabe entonces preguntarse por qué deuda convertible, y no aporte irrevocable o aporte a cambio de acciones. Una clara ventaja de la deuda convertible es que no hay que determinar el porcentaje del capital que se le dará al fondo que hace el aporte de los activos, sino que esta discusión se difiere al momento en que entren otros inversores, y en ese momento se determina

seguido por “Geyer vs. Ingersoll Publications Co.,” 621 A.2d 784 (1992), fallo dictado por el, en ese momento, *vicechancellor*, William Burton Chandler III, presentado el 16/06/1992 y decidido el 18/06/1992. En este fallo se dice que la regla general es que los directores no tienen una *fiduciary duty* a favor de los accionistas, pero que ninguna de las partes negó seriamente que cuando se está en insolvencia surge una excepción a esta regla, esto es, se crea una *fiduciary duty* de los directores en favor de los acreedores. Es por ello que el *chancellor* dice que lo que él debe decidir es si para que este *fiduciary duty* a favor de los acreedores surja es suficiente que haya una insolvencia de hecho o se debe iniciar algún procedimiento legal, tal como un concurso o solicitud de quiebra. A esta pregunta el *chancellor* responde que dos elementos le permiten concluir que es el mero hecho de la insolvencia lo que debe considerarse (no siendo necesaria la existencia de procedimiento alguno). El primero de estos elementos es la jurisprudencia de Delaware, diciendo, además, que los tribunales definieron la insolvencia como el caso en que los bienes cayeron por debajo de las deudas. El segundo elemento es el sentido de la palabra “insolvencia”: una sociedad será insolvente cuando no pueda pagar sus deudas en el curso ordinario de sus negocios y, citando el *Diccionario Webster*, dice que una sociedad será insolvente cuando sus deudas sean superiores al valor de mercado de sus activos. Destaca que existen otras definiciones de insolvencia. Para una explicación del rol de la Court of Chancery de Delaware en el derecho corporativo de los Estados Unidos y en particular sobre sus decisiones en materia de responsabilidad de directores, remitimos a MALUMIÁN, Nicolás, “Vehículos legales de *venture capital* y *private equity* en la Argentina y los Estados Unidos”, RDCO 307-3, marzo-abril 2021. Para una explicación de este cambio en las responsabilidades de los directores frente a la insolvencia (y una visión crítica sobre esta decisión de las Cortes) se puede ver CALLISON, J. W., “Why a fiduciary duty shift to creditors of insolvent business entities is incorrect as a matter of theory and practice”, 1 *J. Bus. & Tech. L.* 431 (2007).

el porcentaje que corresponde por la deuda y se capitaliza. Lo mismo, dicho con otras palabras: los fondos de *venture capital* invierten a cambio de acciones preferidas de las *start-ups* (insistimos en que, si bien existen casos de deuda que nunca se capitaliza, son los menos). Entonces hay un tema medular con cada inversión, que es qué valor se asigna a la *start-up* para así saber qué porcentaje sobre el total representarán las sumas aportadas. Si no sé qué valuación tiene la empresa (que estaría representada por el 100% del capital a ese momento), no puedo saber qué cantidad de acciones representará sobre el total los fondos que aporte.

Cabe destacar que la valuación en las *start-ups* es especialmente compleja (digamos que, en general, la valuación de una empresa no es sencilla, pero en las *start-ups* los métodos son todavía más complejos). Esto se debe a que las formas de valuación en *venture capital* son diferentes a las hechas para empresas maduras o de las cuales no se espera un crecimiento exponencial. Y, además, las formas de valuación van variando, siendo diferentes para una inversión ángel y para una serie A y, por supuesto, para series posteriores (hoy en día hay varios ejemplos de series D). En una valuación ángel o *seed*, se consideran elementos tales como el potencial de negocio, basado en la visión y las capacidades de ejecución del equipo de fundadores, el modelo de negocio (si es escalable y qué tan rápido), el tamaño del mercado al cual se pretende llegar (20), qué competidores existen o podrían existir. En síntesis, elementos todos que no hacen a las ventas actuales ni al flujo de fondos que se genera ni a los activos que tenga la empresa en ese momento (21). Cuando se avanza en la vida de la *start-up* (y, por ende, en las series de financiamiento), aparece el concepto de “tracción”, esto es, cuánto se vende a nuevos clientes y cuántos clientes se retiene. En otras palabras, se pasa de un esquema 100% potencial a uno en

(20) Denominado en la jerga TAM, por *total addressable market* (o mercado total al cual se puede dirigir el producto de la *start-up*).

(21) Toda la industria del *venture capital* entiende que habrá años en que la *start-up* pierda dinero antes de que exista rentabilidad, a lo que se suma que existen rubros extremos en los cuales, hasta que no se obtiene cierto desarrollo, la inversión será muy importante con cero ventas.

que las ventas reales y su crecimiento son relevantes para la valuación (22).

A su vez, un tema fundamental es no diluir demasiado a los fundadores, que son quienes llevan adelante la compañía, de forma de permitir que haya nuevas rondas de financiamiento sin desincentivarlos a continuar. Ni usar una valuación tan alta que luego en las futuras rondas de financiamiento sea imposible obtener valuaciones de dos, tres o más veces la valuación de la ronda anterior (insisto en que estamos hablando de *venture capital* y la búsqueda de un crecimiento exponencial en el valor es de la esencia de la inversión en esta industria). Es por ello que todo buen fundador y buen inversor observa con cuidado la denominada *cap table* (apócope de *capitalization table* o listado de accionistas con sus respectivas participaciones) (23).

En otras palabras, si bien la regla general es que el inversor querrá el máximo de acciones por su inversión y el fundador de la *start-up* querrá emitir el mínimo de acciones por los fondos que reciba, lo cierto es que varios inversores (especialmente en las etapas más tempranas, tales como *ángel*, *pre-seed* y *seed*) son muy cuidadosos de no matar la gallina de los huevos de oro teniendo “demasiada” participación u ofreciendo salir en todo o en parte ante nuevas rondas.

Todo lo dicho muestra que es buena idea poder diferir esta conversación sobre qué porcentaje tendrá el fondo de *venture capital* por su inversión a un momento futuro, en que se cuente con mejores elementos para determinar

(22) Las valuaciones se dividen en *pre money* y *post money*. Esto es, antes de que se haga el aporte y luego del aporte. Si la valuación *pre money* es de USD 100 y se hará un aporte de USD 30, entonces la valuación *post money* será de USD 130. Y será esta última la que se use para el cálculo de cuántas acciones le corresponden al inversor que hace el aporte, dado que se la considera más clara.

(23) Esta *cap table* suele tener dos versiones: la de los accionistas actuales y la denominada *fully diluted*, esto es, la de los accionistas actuales más todas las acciones que deberían ser emitidas en el futuro, en el caso de que quienes tengan *stock options* las ejerzan, la capitalización de deudas y aportes irrevocables, y cualquier otro derecho de un tercero a recibir acciones (por eso *fully diluted* o plenamente diluidos, porque los actuales accionistas tendrán un menor porcentaje sobre el total para hacer lugar a los nuevos accionistas que ejercen sus opciones de compra de acciones).

la mejor solución para el fondo y la *start-up*. Se ve claramente, entonces, la belleza de la deuda convertible en comparación con un aporte directo de capital.

En los Estados Unidos, un instrumento de deuda convertible ampliamente utilizado y considerado un documento conocido por quienes están en la industria del *venture capital* es el *KISS convertible note* desarrollado por 500 *start-ups* (24) y lanzado en 2014. El KISS tiene dos alternativas (o *flavors*, como se dice en la jerga, que significa “sabores” en inglés): uno que es deuda, denominado *debt version* (nombre que se explica por sí mismo, y sobre el cual nos vamos a centrar en este apartado), y el otro, que es más un aporte irrevocable similar al SAFE, se denomina *equity version* (versión capital), que no contiene ni una cláusula de intereses ni una fecha de vencimiento y que trataremos en el siguiente apartado con el SAFE.

El KISS versión deuda adopta la forma de una *promissory note* (equivalente a un pagaré), pero cabe destacar que no solo es firmado por el deudor, sino también por el acreedor, diciendo que lo conoce y acepta. El documento asume en su redacción que los fondos han sido desembolsados. No suele haber más documentos que este que analizamos, dado que suele tratarse de deudas sin garantías, ni personales ni reales.

En aquel, luego de las definiciones se pasa a los términos sustanciales, entre los cuales cabe destacar:

a) Que esta deuda convertible se convertirá en acciones preferidas al momento en que la *start-up* obtenga una ronda de financiamiento por un cierto monto mínimo. Tal como adelantamos, este es el elemento medular; estamos frente a una deuda que permite hacerse de acciones dirigiendo la discusión sobre la valuación. Pero, dado que estamos ante un KISS versión deuda, existe una fecha de vencimiento y se devengan intereses (25) (que suelen ser pagados en efec-

(24) Un fondo de *private equity early stage*, esto es, de etapas tempranas (<https://500.co>), de enorme actividad y muy conocido en el ecosistema emprendedor con inversiones en todo el mundo.

(25) Insistimos en que existe un KISS versión capital sin intereses ni vencimiento, pero se analiza junto al

tivo y no con acciones). El problema evidente es que en una *start-up* no existe certeza alguna sobre el futuro flujo de fondos (siempre que se trate de proyecciones se debe tener presente que pueden no cumplirse, pero en el caso de las *start-ups* el nivel de incertidumbre es mucho mayor que en una empresa establecida). En otras palabras, si bien la lógica es que el KISS lleva a una conversión por eventos de liquidez (los casos más obvios son la venta de la compañía o su fusión con otra compañía, lo que conllevaría el fin de la existencia de la *start-up* como compañía autónoma), lo cierto es que sí existe una fecha de vencimiento que, de llegar sin que haya un evento de liquidez, dará lugar a una renegociación entre el acreedor y el deudor. De lo dicho surge que claramente la versión de capital del KISS o del SAFE son más favorables que la deuda convertible para la *start-up*, por no existir esta presión.

b) Las dos cláusulas más sustanciales (descuento y *caps*). La primera es el “descuento”, esto es, una reducción del valor al cual se convierte el KISS con respecto a lo que pagarían otros inversores en la misma ronda. Un ejemplo sería: si el KISS es por USD 100.000 y se capitaliza al momento en que la *start-up* está recibiendo una serie A, en que cada acción se valúa en USD 100, y el descuento fuera del 20% (un porcentaje de descuento muy utilizado), por cada acción pagaría USD 80, por lo que, en vez de recibir 1000 acciones valuadas en USD 100, recibirá 1250 acciones valuadas en USD 100 (pero que pagó USD 80 cada una). Es el premio a quien corrió el riesgo de que la *start-up* no fuera exitosa. La segunda es el *cap* o tope máximo del valor al cual se convertirá, que también busca premiar al inversor por el riesgo corrido. En este caso, la regla es que no importa el valor al cual se valúe la acción; el tenedor del KISS pagará por ella hasta un monto acordado previamente (en otras palabras, un derivado, que es una opción de compra).

c) Cláusula de nación más favorecida (*most favored nation*). Este nombre viene del mundo del derecho internacional, en el cual suele existir una cláusula en los acuerdos entre países que dice que, si otro país obtiene mejores con-

diciones en cierta materia, estas condiciones se aplican automáticamente al acuerdo en cuestión (26). En este caso concreto, la cláusula dice que si la compañía firma cualquier instrumento convertible (con excepción de *stock options* al personal o a prestadores de servicios) antes de la conversión del KISS o su pago total, la compañía debe informar al tenedor del KISS que puede elegir que se le apliquen los términos de ese acuerdo.

d) Sujeto a que el tenedor del KISS tenga un monto mínimo de inversión (generalmente, USD 50.000), tendrá derecho a obtener información financiera de la compañía, quedando fuera solo en casos muy restrictivos, como ser secretos industriales e información protegida por el secreto profesional con un abogado.

e) Derecho a participar en nuevas rondas de financiamiento en que se coloquen acciones de la compañía con un derecho de preferencia a suscribir las nuevas acciones hasta el monto del KISS.

f) La cantidad de acciones que el tenedor del KISS reciba al momento de la conversión se debe ajustar según los eventos societarios que pudieran existir durante la vida del KISS, tales como escisiones, aumento de capital, fusiones y similares.

g) Finalmente, hay varias cláusulas generales y de estilo, tales como la obligación de pagar en dólares de los Estados Unidos, relativa a costos y honorarios, inexistencia de garantías, cesión de derechos, derecho aplicable, notificaciones,

(26) En tratados firmados por la Argentina, esta cláusula tuvo aplicación en relación con los Tratados para Evitar la Doble Imposición en Materia del Impuesto sobre los Bienes Personales sobre acciones emitidas por empresas argentinas que fueran propiedad de países con tratados que tenían exclusiones de la tributación para estas acciones. Cabe mencionar que los Tratados para Evitar la Doble Imposición fueron modificados o dejados sin vigencia por la Argentina para que ninguno establezca una exclusión de las citadas acciones frente al impuesto sobre los bienes personales. Entre otros debates en la materia, el más interesante giró en torno a si el art. 48 (Nación más favorecida) del Tratado de Montevideo de 1980, aprobado por la ley 22.354 (BO del 23/12/1980), era aplicable en la materia fiscal (que diera lugar al dictamen de la Procuración del Tesoro de la Nación del 30/06/2006, en el cual se dictaminó la no aplicación del artículo citado a la materia fiscal).

SAFE en el siguiente punto, dedicado al aporte irrevocable.

cooperación del deudor en la conversión, entre otras.

En lo que hace a la formalización de estas deudas en la Argentina, cabe mencionar que aquí existen varios “existen varios instrumentos para la deuda convertible; el más conocido es la obligación negociable convertible, cuya normativa contiene un régimen legal que por sí mismo daría buen marco, sin perjuicio de poder complementarlo con las condiciones de emisión de este valor negociable (con o sin oferta pública) (27).

En síntesis, no vemos que existan óbices legales para la instrumentación de un acuerdo como el descrito bajo el derecho argentino, pero se deberá tener muy presente el efecto de esta deuda sobre el patrimonio neto de la empresa.

Tal como dijimos, la existencia de intereses y de un vencimiento hizo que se busquen nuevas alternativas que permitan diferir el momento de la valuación, pero sin estas dos condiciones. Esto llevó al SAFE y al KISS de capital, que pasamos a comentar.

III. Aportes irrevocables (el SAFE y el KISS de capital)

En lo que hace al aporte de VC a *start-ups* en los Estados Unidos, claramente se destaca el SAFE o *simple agreement for future equity*. Este modelo (*template*) fue desarrollado por Carolyn Levy (28), abogada y socia de Y Combinator

(27) Para un análisis de las obligaciones negociables convertibles remitimos a MALUMIÁN, Nicolás —BARREDO, Federico A., “Obligaciones negociables: aspectos legales y fiscales”, Ed. LexisNexis, Buenos Aires, 2006. Cabe decir que existen obras de notables juristas que tratan en profundidad el tema de la conversión (incluyendo, en orden alfabético de apellidos, a Mario O. Kerry, Martín E. Paolantonio, Carlos G. Villegas y Carlos M. Villegas, y Carlos G. Yohma. Este último dedicó su tesis doctoral al tema, publicada bajo el título “Obligaciones convertibles en acciones”, con Prólogo de André Tunc, tesis presentada en la Universidad de París y distinguida con el premio de tesis con mención del Centre Français de Droit Comparé), pero tristemente la deuda convertible es una *rara avis* en nuestro mercado de capitales.

(28) COYLE, John F. — GREEN, Joseph, “The SAFE, the KISS, and the note: A survey of start-up seed financing contracts”, 13/08/2018, 103 *Minnesota Law Review Headnotes* 42, UNC Legal Studies Research Paper, p. 46.

tor (29), que lo lanzó a fines de 2013 como un mecanismo ágil, fácil de implementar y flexible, y que buscó crear un documento estandarizado para reducir los roces que existen en toda negociación para facilitar el potencial ingreso de inversiones en instancias tempranas de las *start-ups*. Para facilitar esta estandarización de la industria, Y Combinator contactó a otros inversores institucionales y promovió (con gran éxito) el uso de este instrumento (30).

(29) Y Combinator (o YC, como se lo suele llamar) es un fondo de inversión en *start-ups* que desde 2005 ha invertido en aproximadamente 3000 compañías, incluyendo Airbnb, DoorDash, Stripe, Instacart, Dropbox y Coinbase. La valuación sumada de YC en las compañías supera los USD 300 billones a enero de 2021. Pero, más relevante para nuestro análisis, YC tiene programas que dan apoyo a los emprendedores a lo largo de toda la vida de sus compañías. La *Start-up School* (Escuela de *Start-up*) enseña lo básico del inicio de una compañía. El *YC Batch Program* (que traduciríamos como el Programa de Tandas, que hace alusión a las dos veces por año en que se hacen aportes de capital, esto es, las dos tandas de aportes por año) ayuda a los fundadores a construir su producto, hablar con los clientes y obtener financiamiento. El programa *Work at a Start-up* (Trabaja en una *Start-up*) facilita a los fundadores encontrar sus primeros ingenieros. *YC Series A* ayuda a lanzar la serie A de financiamiento. *YC Growth Program* (Programa de Crecimiento de YC) provee a los fundadores los recursos para hacer crecer sus compañías y contratar un equipo ejecutivo. Finalmente, *YC Continuity* (YC Continuidad) invierte en las últimas rondas de financiamiento. Se podría decir que la regla general es que YC invierte USD 125.000 por un aproximado del 7% de la *start-up* usando el SAFE que comentamos en este trabajo, con un creciente interés en Latinoamérica (siendo México, Brasil y Colombia los que están en el podio, seguidos en cuarto lugar por la Argentina). El apoyo y educación a sus *start-ups* es tan notable que se habla de que las *start-ups* se “gradúan” de YC. Si la duda es por qué se llama así, la explicación es que los fundadores consideraron que Y Combinator es el nombre de una de las mejores ideas en programación, esto es, un programa que corre programas, y eso es una metáfora, dado que son una compañía que ayuda a que se inicien compañías.

(30) Cabe mencionar que existe una versión adecuada para las *initial coin offers* u ofertas públicas iniciales de criptomonedas que es el SAFT (*simple agreement for future tokens*), si se me permite una traducción libre, sería un acuerdo simple de compra futura de *tokens*. Para ver la explicación de qué es y cómo funciona el SAFT (esto es, su *white paper* —literalmente, un “papel blanco”—, que se debe traducir como “explicación base”), formularios y más información se puede recurrir a <https://saftproject.com/>. Un *white paper* (expresión originada en el seno del gobierno del Reino Unido a principios del siglo XX) es

Hay un debate sobre qué tan innovador es el SAFE en relación con los documentos que se venían utilizando. Por nuestra parte, no creemos que el valor del SAFE sea innovar; por el contrario, creemos que la inteligencia se ha demostrado generando un documento que, sobre la base de la historia de mejores prácticas habituales, genere consenso y sea aceptado. De nuevo, el objetivo no es innovar sino estandarizar y evitar desgastes de relaciones, tiempos y costos aplicando aquello que se ha mostrado útil y razonable. Es por ello que es correcto decir (y no es una crítica, sino un elogio) que el SAFE parte de una nota convertible clásica que se convertirá en acciones preferidas cuando la *start-up* emita estas acciones en una serie A. Una vez más, es un gran mérito generar un documento práctico y útil para hacer foco en lo importante, y no desgastarse en elementos irrelevantes o, cuando menos, secundarios.

En lo referente al análisis del SAFE, comenzamos por destacar que un elemento sustancial de este contrato es que no tiene fecha de vencimiento ni devenga intereses. Al igual que lo comentado al tratar el KISS, las cláusulas sustanciales (y que serán objeto de la negociación de los términos comerciales) serán si hay un *cap* o monto máximo a la valuación de las acciones, y si hay un descuento para el inversor al momento de la conversión. De hecho, hay 4 versiones de los *post money SAFE* (31); estas son: 1) con *cap* y sin descuento, 2) con descuento y sin *cap*, 3) con *cap* y con descuento, y 4) con cláusula de nación más favorecida, pero sin *cap* y sin descuent-

un documento que explica la solución que lo explicado aporta a cierto problema, la lógica o filosofía subyacente, y su objeto es fomentar el uso de lo explicado (sea un criptoactivo, un *software*, un contrato estandarizado o cualquier otro producto que se desee publicar). Puede incluir algo sobre quién creó el producto y cómo buscan popularizar su uso. Este *white paper* se puede complementar con un *yellow paper* (literalmente, un “papel amarillo”) que tenga aspectos más técnicos, y hasta un *beige paper* (literalmente, un “papel beige”), que es un *yellow paper*, pero más sencillo y de más fácil lectura. Sobre las ICO, remitimos a “Oferta pública y privada de valores negociables: de los cartulares a los criptoactivos”, RDCO 305-209, noviembre-diciembre de 2020.

(31) Las diversas clases de SAFE de Y Combinator se pueden ver y bajar para su uso en <https://www.ycombinator.com/documents/>. Destacamos que en este sitio web existe una guía de usuario del SAFE (*SAFE User Guide*).

to (32). En todos los casos, con la posibilidad de acompañar el SAFE con el *pro rata side letter*.

Tal como la propia Carolyn Levy explica en la página web citada, el primer SAFE fue *pre money*, dado que al momento de elaborarlo las *start-ups* estaban buscando menores montos de capital y en menor cantidad de rondas antes de llegar a una serie A. Pero, posteriormente, la cantidad de dinero y de rondas previas a la serie A aumentó, y dejaron de ser meras rondas puente para llegar a la serie A y pasaron a ser más importantes y usuales. Este cambio llevó a adecuar los SAFE para que sean *post money* (tal como se explicó anteriormente, en un *post money* el cálculo del porcentaje que le corresponde a quien aporta fondos se hace sobre la valuación considerando los fondos aportados). Este cambio tiene, a juicio de Y Combinator, una gran ventaja para fundadores e inversores: la posibilidad de calcular en forma clara cuánto del capital de la compañía ha sido transferido a terceros que no son los fundadores. Este dato es fundamental para los fundadores para entender si tienen o no el control de la compañía, y para los inversores, para saber qué participación han comprado.

Otro punto que cambió entre las versiones anteriores y la versión actual del SAFE es el denominado derecho a *pro rata*. Las versiones originales del SAFE obligaban a la compañía invertida a permitir al inversor vía SAFE invertir en la ronda posterior a aquella en la cual se capitalizaba el SAFE. Un ejemplo típico era que, si el SAFE se capitalizaba en la serie A, el tenedor del SAFE tenía el derecho de invertir *pro rata* en la serie B. Esto tenía todo el sentido del mundo si se asumía una única ronda de SAFE, pero dado que Y Combinator observó que la situación había cambiado y existían múltiples rondas de SAFE, esta cláusula pasó a estar solo en un acuerdo accesorio (*side letter*) del contrato, llamada *pro rata*. Elegir tener esta cláusula dependerá de varios factores, incluyendo el monto del SAFE y el impacto en la dilución de la tenencia en los fundadores de las futuras rondas.

El SAFE (como el KISS de capital) tiene todas las ventajas explicadas, esto es, pospone

(32) Destacamos que en marzo de este año (2021) se incluyeron versiones para ser utilizadas en Canadá, Islas Caimán y Singapur.

para un mejor momento el debate de la valuación de la *start-up*, la posibilidad de acordar beneficios al inversor por su ingreso temprano (descuento), no existe una tasa de interés ni un momento de vencimiento, existiendo flexibilidad para determinar el momento de capitalización (33).

A los efectos del encuadre legal en la Argentina, vemos al SAFE como un aporte irrevocable (34). Nos basamos en que no es deuda (no tiene ni intereses, ni vencimiento) ni es un aporte que se capitalice en forma inmediata (no da los derechos políticos ni económicos de las acciones), y el objeto es que sí se capitalice en el futuro (35). El aporte irrevocable a cuenta de futuras suscripciones de capital (tal su nombre completo) es un mecanismo abreviado para que una sociedad reciba un aporte que será registrado como capital (no como deuda), pero es el procedimiento del aumento de capital. No existe una regulación expresa en la Ley General de Sociedades. Asimismo, la reglamentación de los aportes ha sido diferente (en algunos casos,

(33) Otro ejemplo de modelo utilizado en la industria es el FAST (acrónimo de *founder-advisor standard template*, que se podría traducir como fundador-asesor modelo estándar) para permitir la incorporación de asesores que hacen un aporte en especie a cambio de sus servicios. Más allá de que siempre se busca que el dinero venga acompañado de mentoría, contactos y asesoramiento (lo que se llama *smart money*), lo cierto es que en algunos casos el aporte que se realiza a cambio de las acciones (presentes o futuras) no es dinerario, sino un servicio profesional. Esta es una situación con cierto parecido al pago en dinero más el otorgamiento de una *stock option* a asesores estratégicos de la *start-up*, en el sentido de que en este último caso existe un pago en especie en acciones de la propia compañía.

(34) Si bien los modelos hablan de *stock purchase*, que se traduce literalmente como “compra de acciones”, no estamos frente a una venta de acciones, sino a un aporte de fondos a cambio de la emisión de acciones. No son acciones ya emitidas en poder de terceros ni acciones emitidas en cartera de la propia sociedad.

(35) Si bien alguna doctrina ha considerado que estamos frente a un derivado financiero, que daría el derecho, pero no lo obligación, de adquirir acciones emitidas por la compañía (esto es, un *warrant*), no compartimos esta postura, dado que el aporte inicial, claramente, no es menor y sí existe una intención de financiación en el contrato. Puntos ambos que lo alejan de un derivado financiero, que no tiene por objeto financiar sino atribuir las consecuencias de la evolución de una variable subyacente.

inexistente) por los registros de comercio provinciales. Lo dicho conlleva que cada provincia tenga su reglamentación y práctica (36).

En lo que hace a los aportes irrevocables en la Ciudad de Buenos Aires, se destaca que la Inspección General de Justicia de la Ciudad de Buenos Aires (“IGJ”) ha reglamentado la materia imponiendo un plazo máximo de duración de los aportes irrevocables que en ningún caso puede superar un año (el aporte debe ser capitalizado dentro del ejercicio económico o a la fecha de la primera asamblea que se realice, lo anterior). Luego de ese plazo, o se capitalizan o pasan a ser una deuda de la sociedad. La situación es diferente en otras jurisdicciones provinciales, en las cuales no existe esta restricción y se podría celebrar un acuerdo de aporte irrevocable por un plazo mayor. Por otra parte, las normas de la IGJ requieren que se determine la cantidad de acciones que se emitirán por el aporte, por lo que tampoco existe flexibilidad en esta materia. En otras palabras, no se puede diferir a un momento posterior la determinación del porcentaje de capital de la sociedad que recibirá el aportante. Pero — insistimos— otras jurisdicciones (algunas de ellas muy activas en materia de *venture capital*)

(36) Cabe mencionar que los aportes irrevocables sí están previstos en las normas técnicas de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE) en varias de sus resoluciones, destacándose la resolución técnica (RT) 17, ítem 5.19.1.3.1, que dispone: “La contabilización de estos aportes debe basarse en la realidad económica. Por lo tanto, solo deben considerarse como parte del patrimonio los aportes que: a) hayan sido efectivamente integrados; b) surjan de un acuerdo escrito entre el aportante y el órgano de administración del ente que estipule: 1) que el aportante mantendrá su aporte, salvo cuando su devolución sea decidida por la asamblea de accionistas (u órgano equivalente) del ente mediante un procedimiento similar al de reducción del capital social; 2) que el destino del aporte es su futura conversión en acciones; 3) las condiciones para dicha conversión; c) hayan sido aprobados por la asamblea de accionistas (u órgano equivalente) del ente o por su órgano de administración *ad referendum* de ella. Los aportes que no cumplan las condiciones mencionadas integran el pasivo”. Un punto a destacar es que las normas aclaran que los aportes irrevocables pueden destinarse a absorber pérdidas acumuladas, una posibilidad muy concreta en lo referente a *start-ups*, que en sus primeros años tienen gastos y no generan ganancias, pero con una discusión fiscal que ya hemos mencionado.

sí dan flexibilidad y permitirían celebrar acuerdos similares al SAFE (37).

Destacamos que, así como en materia societaria y contable existe una clara tendencia a llevar todo lo que no sea capital a ser considerado una deuda, en materia fiscal es exactamente al revés. El Fisco hará grandes esfuerzos en considerar capital incluso préstamos documentados y desembolsados como tales, e incluidos

(37) Las normas de la CNV regulan los aportes irrevocables, pero para empresas que estén en la oferta pública de acciones, situación remota para una *start-up* (ya habría hecho su IPO y habría dejado su calidad de *start-up* atrás). Aclarado su limitadísimo campo de aplicación en el caso bajo examen, explicamos lo establecido por las normas para mostrar la única regulación a nivel nacional en la materia. Las normas de la CNV disponen: “las emisoras podrán recibir aportes irrevocables a cuenta de futuras suscripciones de acciones, cuando estos obedezcan a la atención de situaciones de emergencia que no permitan la realización del trámite respectivo para un aumento de capital, lo que deberán justificar detalladamente. Asimismo, las emisoras deberán observar el cumplimiento de las siguientes condiciones: a) Los aportes integrarán su patrimonio neto, desde la aceptación por su órgano de administración. b) Deberán tener simultánea contrapartida en el rubro Caja y Bancos. c) No devengarán intereses. d) Al resolverse la restitución —por no haberse aprobado el aumento de capital o por cualquier otra causa— o vencido el plazo para la celebración de la asamblea (...) cesará su calidad de aporte irrevocable y pasará a integrar el pasivo de la emisora, en carácter de crédito subordinado. e) La restitución deberá ser resuelta por asamblea extraordinaria y sometida al régimen de avisos para oposición de acreedores conforme lo dispuesto por el art. 83, inc. 3º de la ley 19.550. f) Al momento de efectuarse el aporte irrevocable, deberá acordarse mediante convenio escrito que será presentado en copia a [la CNV] (...) ante una eventual restitución, el crédito del aportante tendrá el carácter de subordinado (...), las condiciones de pago, la clase de acciones a que dará derecho el aporte irrevocable realizado y si la emisión será con prima o sin ella (...). La primera asamblea que se celebre —en un plazo que no deberá exceder los seis [6] meses calendarios a contar desde la aceptación del aporte irrevocable por el órgano de administración de la emisora— deberá tratar como punto expreso del orden del día el aumento de capital por un monto que abarque el aporte recibido a cuenta de futuras suscripciones, que deberá ser tratado en forma previa a cualquier reducción de capital. La capitalización de aportes irrevocables no será motivo de restricción al ejercicio de los derechos de preferencia y acrecer de los accionistas. El acta de esa asamblea deberá detallar claramente el destino dado por la emisora a los fondos provenientes de esos aportes irrevocables”. En síntesis, se ve cómo el plazo máximo bajo las normas de la CNV sería de 6 meses.

en estados financieros y estudios de precios de transferencia como deuda. La razón es buscar impugnar la deducción de intereses y, de ser un préstamo en moneda extranjera, diferencias de cambio (38).

En síntesis, más allá de que dependerá de la provincia en que esté la *start-up*, no parece factible la celebración de un SAFE o KISS de *equity*. A partir de esta realidad, cabe destacar que, dado que los fondos de *venture capital* podrían exigir la constitución de un *holding* en los Estados Unidos, se podría pensar en celebrar estos contratos en el fondo de *venture capital* y el *holding* bajo el derecho estadounidense, y que luego el *holding* haga un aporte a la sociedad argentina (que, de ser una sociedad anónima unipersonal o una sociedad anónima simplificada, podría tener por único socio al *holding*, desde ya, previa registración en la Argentina bajo el art. 123 de la LGS).

Un último aspecto a destacar es que tanto el KISS como el SAFE son *securities* bajo el derecho federal de los Estados Unidos (39). Es por ello que para su oferta pública se debe pedir autorización o recurrir a una excepción como la *Regulation D* de la SEC (que no tiene equivalente en la Argentina, a pesar de que la ley específicamente dice que la CNV puede regular la oferta privada) (40). Lo dicho conlleva que tan-

(38) Para un análisis de este tema remitimos al trabajo escrito junto con RAMÍREZ OYHANARTE, Juan, “Recalificación de pasivos financieros como aportes de capital en el impuesto a las ganancias (comentario al fallo ‘Transportadora de Energía SA c. DGI’ de CS)”, *Newsletter Fiscal* del 04/08/2020; *Impuestos*, nro. 82, de agosto de 2020, p. 65.

(39) BERNTHAL, J. Brad, “The evolution of entrepreneurial finance: a new typology”, 2018 *BYU L. Rev.* 773, disponible en <https://scholar.law.colorado.edu/articles/1215/>.

(40) Dado que la *Regulation D* requiere que se haga una presentación a la SEC que pasa a estar disponible en el sistema EDGAR de la SEC (equivalente a la autopista de información financiera de la CNV). Para una explicación del sistema EDGAR de la SEC se puede ver <https://www.sec.gov/edgar/about>. Nos limitamos a explicar que el sistema EDGAR (acrónimo de *electronic data gathering, analysis, and retrieval system*, o sistema electrónico de colección, análisis y obtención de información) recibe unas 3000 presentaciones por día y es el sistema de búsqueda y provisión de información al público de la SEC. Para un análisis actualizado sobre oferta pública y priva-

to cuando tratemos con KISS y SAFE, como en el caso de la Argentina si se usa una obligación negociable convertible u otro valor negociable, como podría ser un pagaré, deberán tenerse presentes las reglas sobre autorización de la oferta pública. Por su parte, en la Argentina, si se usa un KISS o SAFE que no sea bajo el formato de un pagaré u obligación negociable, no cabría esperar que califique como valor negociable y, por ende, no se aplicará el requisito de autorización de su oferta pública. El motivo es que en la Argentina existe una exigencia de que el contrato en cuestión tenga un régimen de transmisión “susceptible de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros” (41) para calificar como valor negociable, y estos contratos suelen establecer que los derechos no son transferibles o, si lo son, serán por medio de una cesión de derechos (no una transferencia *a non domino* propia de los títulos valores, esto es, una

da, volvemos a remitir a nuestro trabajo “Oferta pública y privada de valores negociables...”, ob. cit., p. 209.

(41) El art. 2º de la ley 26.831 de Mercado de Capitales define en su último párrafo a los valores negociables como “Títulos valores emitidos tanto en forma cartular, así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, las acciones, las cuotas partes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Asimismo, quedan comprendidos dentro de este concepto, los contratos de futuros, los contratos de opciones y los contratos de derivados en general que se registren conforme la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores, y los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y *warrants*, pagarés, letras de cambio, letras hipotecarias y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados” (el destacado nos pertenece).

transferencia que genera un derecho autónomo que nos ve afectado por las circunstancias personales de los anteriores tenedores) (42). Es por ello que ante un SAFE o KISS (insistimos, que no sea en forma de obligación negociable o pagaré) no se aplicarán en la Argentina las reglas de la oferta pública de valores negociables.

IV. Comentario final

Hemos buscado explicar los instrumentos más utilizados por los fondos de *venture capital* en los Estados Unidos para aportar fondos difiriendo el momento del debate sobre la valuación de la empresa, y las dificultades (o lisa y llana imposibilidad) para su utilización en la Argentina. Esto último puede darse porque la deuda (sea porque el instrumento es de deuda, o porque será un aporte irrevocable que se termina calificando como deuda) implique un patrimonio neto negativo que conlleve la obligación de liquidación de la sociedad, o por restricciones en materia de capitalización (prohibición de capitalizar bajo la par, o de hacerlo con diferentes primas para diferentes accionistas, o la obligación de determinar al momento del aporte la relación de conversión, entre otros).

Como comentario final general, nos permitimos decir que vemos que el uso de modelos y la estandarización de los contratos son una práctica creciente, por los evidentes beneficios en materia de tiempos y menor desgaste de las relaciones. No solo son eficientes; permiten un mejor conocimiento de sus ventajas y desventajas, por la mayor experiencia tanto a nivel individual como colectivo de quienes los usan. Asimismo, permiten su automatización, tendencia que cabe esperar se incrementará en el futuro.

(42) El art. 1816 del Cód. Civ. y Com., intitulado “Autonomía”, dispone: “El portador de buena fe de un título valor que lo adquiere conforme con su ley de circulación, tiene un derecho autónomo, y le son inoponibles las defensas personales que pueden existir contra anteriores portadores”.