

Contenidos

INTRODUCCIÓN	3
CAPÍTULO 1	4
A. Conceptualización	4
B. Contextualización	6
C. Dimensión jurídica de las Venture Capital Companies	7
CAPÍTULO 2	15
A. Mecanismos contractuales dentro de las Venture Capital Companies a la luz de la doctrina internacional	15
B. Mecanismos contractuales identificados	17
1. Screening of Venture Capital Firms (Funciones de búsqueda e investigación de las firmas inversionistas sobre los proyectos)	17
2. Staged financing (Financiación por etapas)	18
3. Governance (Control de la sociedad)	20
4. Convertible Preferred Stock (Acciones convertibles preferentes)	21
5. Monitoring Process (Procesos de Monitoreo)	25
6. Exit Strategies (Mecanismos de salida)	26
CAPÍTULO 3	28
A. Nacimiento de la Sociedad por Acciones Simplificada en Colombia una innovación normativa	28
B. Características de la Sociedad por Acciones Simplificada y su papel en la incorporación de los mecanismos contractuales identificados como idóneos para el desarrollo de las Venture Capital Companies	30
1. Limitación de la responsabilidad	30
2. Unipersonalidad y pluralidad de accionistas	31

3.	La constitución por documento privado.....	32
4.	Término indefinido de duración de la sociedad.....	32
5.	Término para el pago del capital	32
6.	Diversidad y libertad en la creación de tipos de acciones.....	33
7.	Posibilidad de estipulación de acuerdos de accionistas y eficacia	34
8.	Libertad en la determinación de la organización interna, estructura de la sociedad y forma de funcionamiento.....	35
9.	Quórums y Mayorías.....	36
10.	Posibilidad de transformación.....	37
11.	Posibilidades de resolución de conflictos intra-societarios.....	37
C.	La SAS como tipo societario idóneo para el desarrollo de las Venture Capital Companies y el entorno jurídico colombiano	38
D.	Planteamiento del modelo contractual para el desarrollo de las Venture Capital Companies a través de la SAS.....	39
	CONCLUSIONES	40
	BIBLIOGRAFÍA.....	42

INTRODUCCIÓN:

La presente propuesta propone abordar el tema de las Venture Capital Companies en Colombia mediante el análisis de la forma como se desarrollan las mismas en el país, por medio de contratos atípicos externos a la sociedad. Dicho análisis gira en torno a la siguiente pregunta: ¿Cuál es, desde el punto de vista jurídico-contractual, la situación de las Venture Capital Companies en Colombia, y qué podría proponerse en materia societaria desde la Sociedad por Acciones Simplificada (SAS), como plataforma jurídica para este tipo de negocios, para facilitar su realización y desarrollo en el país?

Esta problemática surge de la necesidad de desarrollo económico que tiene el país en este momento y que ha sido identificada como una prioridad para el actual gobierno. Por esta razón, se considera el modelo de negocio de las Venture Capital Companies, en adelante VCC's, que ha demostrado ser un vehículo de progreso económico para otros países y ha traído un gran desarrollo de empleo y competitividad para los que la han implementado de manera exitosa¹. Se retoma ahora esta problemática desde el enfoque de las VCC's por el surgimiento, en 2008, de la Sociedad por Acciones Simplificada, que por su estructura flexible y gran adaptabilidad permite la implementación de este tipo de negocios por medio de un contrato societario, que implemente dentro de los estatutos sociales los mecanismos contractuales que han conducido al éxito en la aplicación de este importante modelo de negocios en países como Estados Unidos.

Con el fin de asumir esta problemática, se realizara un análisis de las propuestas existentes en este momento para el desarrollo de las VCC's en Colombia desde el punto de vista de los modelos y mecanismos contractuales que se usan en su desarrollo; se identificarán los mecanismos contractuales que han sido utilizados

¹ VERMEULEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery, *Corporate Governance and Innovation: Venture Capital, Joint Ventures and Family Businesses*, European Corporate Governance Institute Working Paper No. 65/2006, Pags. 39-41

con éxito en sistemas jurídicos extranjeros en el desarrollo de este modelo de negocios y que han sido identificados y analizados por la doctrina internacional, y finalmente se propondrá, con fundamento en los mecanismos identificados y el primer análisis, un modelo contractual basado en la SAS, que los incorpore y que permita un mejor entendimiento de los mismos y un mejor desarrollo de este modelo de negocio en el entorno jurídico colombiano.

En el desarrollo de la presente iniciativa de investigación, las principales fuentes de información serán, además de los modelos contractuales por medio de los cuales se desarrollan las Venture Capital Companies en Colombia, doctrina acerca del desarrollo de este tipo de negocios en el país y en el exterior. Además, se analizarán textos extranjeros relacionados con la identificación de mecanismos contractuales utilizados con éxito en el desarrollo de VCC's a nivel internacional.

Finalmente se podría decir que lo que se trata de hacer con este proyecto, es identificar la forma contractual por medio de la cual se está desarrollando este tipo de negocios en Colombia y el ambiente jurídico que los rodea, identificar mecanismos contractuales que han sido implementados en sistemas jurídicos extranjeros al desarrollar las VCC's, todo esto con el fin de proponer un modelo contractual que use como plataforma jurídica a la SAS, que sea idóneo para el desarrollo de VCC's, que explote al máximo este nuevo modelo societario y que pueda promover el desarrollo de este modelo de negocio en Colombia con base en las garantías y ventajas jurídicas que pueda brindar a las partes contratantes.

CAPÍTULO 1:

A. Conceptualización:

Las Venture Capital Companies son empresas conformadas entre inversionistas, representados, en el presente caso por los Fondos de Inversión de Capital de Riesgo, y por otro lado por los empresarios emprendedores con ideas de negocio

con poco desarrollo y mucho potencial, que necesitan inversión de capital en sus etapas tempranas de estructuración, y las cuales están ubicadas en sectores innovadores, por lo general dedicados al desarrollo de tecnologías de punta.²

En este modelo de negocio, las firmas inversionistas dirigen capital y servicios profesionales a empresas, que de otro modo, se verían excluidas del mercado de capital, pues el principal valor que representan está enfocado en sus activos intangibles, es decir, las ideas o capital humano, que representan los emprendedores y que en términos generales no constituyen garantías suficientes para que las entidades tradicionales que otorgan crédito estén en disposición de financiarlas.³

La inversión en este modelo de negocio se otorga a empresas pequeñas o medianas que están en su etapa temprana de desarrollo y que representan posibilidades de crecimiento mucho mayores al promedio, representando, para el inversionista en un plazo relativamente corto de financiación, un alto retorno en su inversión el cual se da generalmente con la salida del inversionista de la empresa, extrayendo de ella las ganancias por la valorización de la misma que se ha dado durante el periodo de inversión. Principalmente se enfoca en sectores de la economía, como se mencionó anteriormente, que desarrollan actividades de investigación enfocadas a la innovación y a la generación de patentes, en los cuales existe un gran componente de incertidumbre respecto de la posibilidad de obtener beneficios de la inversión que se realice.

El desarrollo de este modelo de negocio es ampliamente conocido en países como Estados Unidos donde la implementación del mismo ha derivado en la creación de empresas, hoy en día de gran importancia, principalmente en el sector tecnológico, y a través de la creación de éstas se ha dado un crecimiento

² Ibíd. Pags. 39-41

³ Ibíd. Pags. 39-41

económico importante por los acelerados ritmos que manejan y el impacto positivo que representan en la generación de empleo⁴. Adicionalmente y como factor de principal importancia en este sector, se ha percibido que por la constante generación de tecnologías y modelos de negocio, el desarrollo de este nicho económico genera en un incremento importante en la competitividad del país, respecto de los mercados internacionales, así como en el posicionamiento y liderazgo en sectores económicos en surgimiento, todo lo cual tiene como resultado un efecto positivo en el desarrollo del país.⁵

Es por lo anterior que actualmente muchos países europeos y asiáticos, como Francia, Alemania, Holanda y Japón, han empezado a implementar normatividades y medidas que proporcionen un ambiente propicio para el desarrollo de las Venture Capital Companies, pues aunque es un sector económico con excelentes repercusiones sobre el desarrollo de los países, necesita de un ambiente jurídico y empresarial complejo para que se pueda implementar en la escala necesaria para que represente tales beneficios. A esto obedecen las iniciativas de reforma que se han dado en los países mencionados con miras a emular el ambiente existente en los Estados Unidos, pues aunque en estos países se llevan a cabo actualmente modelos de negocio de este tipo, no han logrado la prosperidad en el sector que han tenido los norteamericanos.

B. Contextualización:

En Colombia, la implementación de las Venture Capital Companies es aún muy poca, existen algunos fondos privados que han asumido el modelo y aunque su aumento ha sido sustancial en los últimos años, se habla de casi en un 450%, pasando de 2 fondos dedicados a la actividad en 2005 a 26 fondos en 2010, aún está muy lejos de llegar al nivel óptimo y necesario para lograr un desarrollo y efectos positivos que repercutan en el crecimiento del país.

⁴ Ibíd. Pags. 39-41

⁵ Ibíd. Pags. 6-8

Es importante destacar que de acuerdo con el marcador del LAVCA (Latin American Venture Capital Association) Scoreboard de los últimos 6 años, que es un ranking que hace la mencionada organización considerando factores como normatividad en la materia, seguridad jurídica, ambiente empresarial, desarrollo de mercados de capital, normas fiscales, estabilidad del sistema judicial e índices de corrupción entre otros, Colombia ha escalado desde el 7 lugar en 2006, hasta el 4 en 2011, gracias a la implementación de normativas que permitieron el incremento de inversión en este modelo de negocios, tales como el Decreto 2175 de 2007 y la Ley 1258 de 2008⁶, por medio de la cual se creó la Sociedad por Acciones Simplificada, que permitió disminuir sustancialmente los costos de operación y las barreras para la constitución de sociedades.

Actualmente el modelo de negocio es desarrollado en Colombia por fondos privados, que dentro de sus inversiones incorporan Fondos de Capital de Riesgo, constituidos por empresas privadas, en algunas ocasiones respaldadas por iniciativas gubernamentales como es el caso de “Progresia Capital”, que es un fondo constituido por varias empresas nacionales en colaboración con el gobierno, entidades internacionales y entidades educativas nacionales y extranjeras. Adicionalmente existen algunos fondos totalmente privados constituidos por inversionistas extranjeros en los cuales se ha implementado este modelo.

C. Dimensión jurídica de las Venture Capital Companies:

Desde el punto de vista jurídico las Venture Capital Companies representan un reto en cuanto a la estructuración de un modelo contractual, que permita un buen desarrollo de la empresa y que intermedie en las relaciones entre inversionista y emprendedor, de modo que se minimicen, a través de contratos bien diseñados, elementos que son importantes, tanto para el inversionistas como para el

⁶ ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, LAVCA, *Scorecard* 2010, 21 de Abril de 2010.

emprendedor, como lo son el riesgo de pérdida; el retorno de la inversión; el control sobre la contraparte en el desarrollo del negocio; la duración del negocio; y las garantías; aspectos que por la alta probabilidad de conflicto que existe en este tipo de emprendimiento, deben ser regulados por mecanismos contractuales por medio de estipulaciones ex ante⁷, que proporcionen certeza contractual a la partes sobre sus posibilidades en la eventualidad de un conflicto.

Algunos de los aspectos específicos a regular por medio del contrato son: a) el double-sided moral hazard , que consiste en la adopción de posiciones oportunistas por parte de los inversionistas y/o por parte de los emprendedores para obtener provecho económico propio en detrimento de los intereses de la contraparte y del buen desarrollo del negocio como tal; b) el incentivo por los mismos medios contractuales a las partes del negocio a adoptar en el desarrollo del mismo una posición de colaboración en pro de llegar al máximo beneficio mutuo, lo anterior con el fin de que la compañía se desarrolle bajo un ambiente propicio y pueda alcanzar todo su potencial económico; c) adicionalmente se ha establecido que es de vital importancia la implementación de mecanismos de acompañamiento, para que el emprendimiento surta mejores resultados.⁸ Es por lo anterior, que se deben establecer mecanismos contractuales que generen un deber de acompañamiento y asesoría en materias de administración y desarrollo de la actividad empresarial en favor del emprendedor y a cargo del inversionista, ya que los estudios y las experiencias han demostrado que la inversión de capital en una empresa en etapa de desarrollo, es decir, en la que se dan las Venture Capital Companies, no es suficiente para determinar su éxito; y d) el contrato debe incluir también posibilidades pre-acordadas de terminación de la empresa, con el fin de que el inversionista perciba latente la recuperación de su inversión y tenga mayor interés en el desarrollo del negocio y en la realización de la misma.

⁷ VERMUELEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery (2006), Op. Cit. Pags. 33-35

⁸ Ibíd. Pags. 33-35

Con fundamento en lo anterior se realizará un análisis de los modelos contractuales utilizados en Colombia para el desarrollo de las Venture Capital Companies, identificando simplemente la función de cada uno de los mecanismos que se incorporan dentro del contrato.

Debido al poco desarrollo que tiene el país en materia de este modelo de negocio, es muy poca la doctrina desarrollada en materia jurídica respecto del mismo, siendo escasos los textos que lo asumen como tema principal, y adicionalmente por la naturaleza de la inversión del modelo, la mayoría de los contratos que se desarrollan en torno a él, están protegidos por cláusulas de confidencialidad que dificultan su estudio, hecho que se hizo latente en el desarrollo de la investigación del presente trabajo, toda vez que en la búsqueda de modelos contractuales para su análisis, sólo fue posible la adquisición de uno de ellos, lo cual constituye un impedimento metodológico para el desarrollo de la primera etapa del presente trabajo, la cual consiste en el análisis de los contratos y mecanismos contractuales implementados en el país, para el desarrollo de este tipo de negocios. Lo anteriormente expuesto constituye una gran evidencia del poco desarrollo que existe a nivel nacional sobre este tipo de temas tan desarrollados en otros países.

Es por lo anterior, que se tomarán como base del presente análisis, textos extranjeros como *“Corporate Governance and Innovation: Venture Capital, Joint Ventures and Family Businesses”* del Profesor Erik P.M. Vermeulen, en los cuales se han desarrollado estudios sobre los mecanismos jurídicos que componen los contratos suscritos para el desarrollo de este tipo de negocios, y en los que se determinan cuáles deben ser los mecanismos contractuales y su modo de implementación, para que el desarrollo del modelo de negocio tenga mayores probabilidades de éxito y para combatir los problemas que dentro de éstos se presentan, que ya fueron mencionados anteriormente.

Abordando ahora el análisis del contrato mencionado, se examinarán los mecanismos contractuales utilizados en el mismo, para minimizar las problemáticas propias del negocio, determinando su función dentro del desarrollo de la Venture Capital Company, y lo que representa cada uno de ellos en el modelo de negocio, sin determinar sus beneficios o ventajas, que será tema de capítulos posteriores:

1. El presente contrato se desarrolla por medio de una sociedad fiduciaria, con la cual el INVERSIONISTA ha suscrito un contrato de fiducia mercantil, con el fin de constituir un fideicomiso para el desarrollo de la actividad del Fondo de Capital de Riesgo, lo que conlleva en una primera instancia a determinar que es el contrato para la constitución de la Venture Capital Company, así como para la inversión que se hace directamente con la sociedad fiduciaria como vocera legal del patrimonio autónomo constituido por el INVERSIONISTA, por lo tanto no existe una relación legal directa entre el INVERSIONISTA y el EMPRENDEDOR.
2. Como elemento relevante dentro de la relación de negocios, está que el contrato por medio del cual se pacta la inversión y sus condiciones, es un contrato externo a la sociedad, del cual algunas de sus partes y cláusulas serán incorporadas al contrato social, pero que en si no es este contrato de sociedad el que establece la inversión.
3. Dentro del contrato se da una estructuración de las partes, atomizando a la parte inversionista en varios agentes que cumplen diferentes funciones en el desarrollo del negocio, las cuales se denominan:
 - LA FIDUCIARIA, es la sociedad que administra el fideicomiso constituido por el INVERSIONISTA, y es quien representa legalmente al fondo que hace la inversión;

- EL FIDEICOMITENTE, es el INVERSIONISTA directamente;
 - EL PROMOTOR, es quien desarrolla las funciones de control dentro del desarrollo del negocio, así como las funciones de acompañamiento y asesoría en materias de administración;
 - EL FIDEICOMISO, es el patrimonio autónomo de donde se extraen los recursos que se destinarán a la inversión; y
 - EL COMITÉ, es un cuerpo colegiado creado para la administración del fideicomiso, que cumple funciones de toma de decisiones sobre la viabilidad de los proyectos, entre otras.
4. Dentro del contrato se incorpora una cláusula que determina que las inversiones sólo se realizarán en empresas constituidas como sociedades anónimas o como sociedades en comandita por acciones.
 5. Se estipula como pre requisito para la realización de la inversión por parte del fondo de capital de riesgo, el previo análisis por parte del comité antes mencionado, como un mecanismo previo de estudio de viabilidad de la inversión y exploración de las posibilidades de éxito del negocio.
 6. Para la creación de la sociedad o el ingreso del fideicomiso como inversionista a una sociedad ya existente, se establece un límite máximo de participación dentro de la misma de un 30%, que será el tope máximo, pero la participación puede ser menor dependiendo de las determinaciones tomadas por el comité.
 7. Se establecen mecanismos de salida del inversionista dentro de la sociedad, los cuales consisten, en una primera instancia, en el ofrecimiento a los

accionistas de la sociedad, con miras a que estos adquieran la participación del fondo en la misma en forma total o parcial, adicionalmente y ante una eventual venta parcial a los accionistas o falta de interés por parte de estos, las acciones se ofrecen a terceros. La implementación de estos mecanismos de salida queda atada a la terminación del periodo de financiación que está determinado por un término de 3 años, contados a partir de la fecha de la inversión. Adicionalmente se estipula que el mecanismo antes mencionado no constituye en sí mismo un derecho de preferencia para la venta de las acciones, sino un mecanismo autónomo que pactan las partes.

Como estipulación adicional relacionada con la enajenación de acciones se establece que la sociedad en que se realice la inversión no podrá estipular, dentro de sus estatutos, el derecho de preferencia en favor de los demás accionistas.

Como mecanismo de salida auxiliar para garantizar la protección de la inversión, se establece que el inversionista podrá abandonar el emprendimiento de acuerdo con determinación del comité, cuando se den cambios sustanciales dentro del contrato de sociedad que cambien las condiciones iniciales en que se dio la inversión.

- 8.** La determinación del término de duración del emprendimiento es fijada por el comité y de acuerdo con esto la etapa de acompañamiento podrá extenderse más allá de los tres años establecidos para los mecanismos de salida, modificación que tendrá efectos sobre esta cláusula.
- 9.** Como mecanismo de control, con el fin de ejercer funciones de monitoreo y seguimiento de la información por parte del inversionistas, se establece la presencia obligatoria de por lo menos un representante del Promotor dentro de la Junta Directiva de la sociedad, y en los casos en que las condiciones así lo

exijan, la presencia de un representante del Promotor dentro de los demás órganos sociales.

En este mismo sentido se determina como órgano encargado de la estructuración salarial de la sociedad a la Junta Directiva, y adicionalmente se condiciona la reforma de la estructura salarial al voto positivo por parte del representante del Promotor en el órgano mencionado, con el fin de ejercer un control económico directo sobre la remuneración del emprendedor dentro de la sociedad, con miras a proteger el capital invertido.

Se incorpora como mecanismo adicional de control económico, las limitaciones en la cuantía de la contratación o suscripción de obligaciones en nombre de la sociedad por parte del representante legal, sin establecer el órgano social que toma la decisión en este sentido.

- 10.** Con miras a eliminar la asimetría en la información y establecer un deber claro en este sentido a cargo de la sociedad, se incorpora una cláusula que determina el deber de remitir al promotor, dentro de los 10 primeros días de cada mes, los estados financieros de la sociedad con la certificación correspondiente. Por medio de este mecanismo se extiende el derecho de inspección en favor del inversionista proporcionándole información en periodos mensuales obligatoriamente.

Para ampliar este deber de información y para facilitar el control y monitoreo de la actividad de la empresa, se establece el deber a cargo de la sociedad de suministrar la información relevante, veraz y fidedigna al Promotor sin ocultarla bajo ninguna circunstancia.

11. Como obligación económica se le impone a la sociedad el deber del pago de una suma con destino a la entidad que desarrollará el acompañamiento a la actividad empresarial, la cual será designada por el Promotor.

12. Finalmente, se establece una cláusula penal mediante la cual se obliga a la sociedad a que ante el eventual incumplimiento de alguna de las estipulaciones establecidas, ésta quede obligada al pago del valor comercial de las acciones que tiene el inversionista en la sociedad o igual al monto de la inversión inicial, estableciendo como título complejo el contrato de inversión junto con un dictamen pericial que determine el valor de las acciones.

Como conclusión al examen realizado al modelo contractual, se puede decir que a pesar de que el desarrollo sobre las Venture Capital Companies en Colombia ha sido escaso, en materia contractual los mecanismos que se utilizan para el desarrollo del mencionado modelo de negocio, se han incorporado algunos de los elementos problemáticos en la relación económica, y en gran medida tratan de sopesarlos por vía de las estipulaciones contenidas en el contrato de inversión, pero de ninguna forma se han utilizado estos mecanismo en una forma óptima que permita el mejor desarrollo posible del emprendimiento, lo que evidencia un desconocimiento parcial de las teorías internacionales sobre el desarrollo de este tipo de negocios.

Principalmente lo que evidencia este examen es que la principal preocupación que se regula por medio de la relación contractual de inversión, es el control en el aspecto económico de la sociedad y la protección de la inversión, y aunque se evidencian esfuerzos por implementar mecanismos de seguimiento y opciones de salida, es posible desarrollar éstos y los demás aspectos mucho más allá. Un análisis profundo sobre las posibilidades de mejoramiento de este modelo contractual se realizará en el tercer capítulo del presente texto donde se retomará

el examen y se incorporarán mecanismos que en el capítulo siguiente se identifican y analizan con sus respectivas utilidades y ventajas.

CAPÍTULO 2:

A. Mecanismos contractuales dentro de las Venture Capital Companies a la luz de la doctrina internacional:

La doctrina internacional ha encontrado en el análisis de los contratos de Venture Capital Companies, un importante mecanismo para su mejoramiento, descripción y posterior replicación en diversos sistemas legales del modelo de negocio, que dados los grandes beneficios económicos que ha representado para las naciones en las cuales se ha logrado implementar con éxito, se ha vuelto un punto importante en el desarrollo de las políticas económicas de grandes potencias mundiales que buscan crear el ambiente económico que proporciona este modelo de negocio, con miras a estimular el emprendimiento y la innovación que finalmente derivan en un crecimiento económico de la nación⁹ y mejor aún en un posicionamiento de la misma dentro de los mercados internacionales por el surgimiento de factores diferenciadores que se dan a partir de las innovaciones generadas por medio de las Venture Capital Companies.¹⁰

Dentro de estos importantes análisis encontramos algunos ensayos como *“Corporate Governance and Innovation: Venture Capital, Joint Ventures and Family Businesses”*¹¹, *“Financial contracting theory meets the real world: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts”*¹², *“The Dynamics of Venture*

⁹ VERMEULEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery, *Venture Capital Beyond the Financial Crisis: How corporate venturing boosts new entrepreneurial clusters (and assists governments in their innovation efforts)*, Tilburg University Legal Studies Working Paper Series No.011/2010.

¹⁰ VERMUELEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery (2006), *Op. Cit.*,

¹¹ *Ibíd.*

¹² KAPLAN, Steven y Per Stromberg, *Financial contracting theory meets the real world: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, The Center of Research in Security Prices Working Paper No. 513/2000.

*Capital Contracts*¹³ y *Venture Capital Beyond the Financial Crisis: How corporate venturing boosts new entrepreneurial clusters (and assists governments in their innovation efforts)*¹⁴. Estos, tratan el tema de la identificación de problemáticas dentro de los contratos de VCC's, y así mismo desarrollan y caracterizan mecanismos contractuales idóneos que han sido aplicados con éxito en algunos contextos internacionales y que representan el modelo a seguir en la creación de contratos para el desarrollo de VCC's.

Es importante destacar que la mayoría de documentos en los se hace un análisis más profundo a los mecanismos contractuales implementados en estos modelos de negocio, toman como base los modelos contractuales que se han implementado en Estados Unidos, donde éste tema ha tenido un gran desarrollo y ha representado un factor importante en el crecimiento económico. Así mismo también fundamentan la mayoría de sus análisis en el principal foco de problemáticas que se dan dentro del desarrollo de las Venture Capital Companies que es el "Double-sided moral hazard"¹⁵, que como ya se explicó en el capítulo anterior, consiste en la adopción de posiciones oportunistas por parte de los inversionistas y/o por parte de los emprendedores, para sacar provecho económico propio en detrimento de los intereses de la contraparte y del buen desarrollo del negocio como tal, y por lo tanto, desarrollan los mecanismos contractuales idóneos para combatir esta problemática, por medio de su incorporación dentro del contrato fundamental del negocio, analizando sus ventajas y fallas dentro del desarrollo de la relación contractual que se crea en este modelo de negocio. Con fundamento en los análisis realizados en estos textos, hemos identificado cuáles son los mecanismos que se han mostrado como eficaces e idóneos para resolver esta problemática, los cuales se describen a continuación.

¹³ BIENZ, Carsten y Julia Hirsch, *The Dynamics of Venture Capital Contracts*, Center for Financial Studies No. 2006/11.

¹⁴ VERMUELEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery (2010), Op. Cit.

¹⁵ *Ibíd.* Pags. 25-31

B. Mecanismos contractuales identificados

Los mecanismos contractuales identificados dentro de la doctrina como los más idóneos y eficaces para el desarrollo de las Venture Capital Companies son:

1. Screening of Venture Capital Firms (Funciones de búsqueda e investigación de las firmas inversionistas sobre los proyectos):

En desarrollo de este mecanismo, que si bien no es contractual por darse en una etapa previa a la contratación entre inversionista y emprendedor, se ha identificado como un elemento importante para la determinación del posible éxito de los emprendimientos, se dan los procesos de investigación por parte de las firmas inversionistas en las etapas previas a la inversión, con miras a determinar la viabilidad de los proyectos. Dentro de estas investigaciones se analizan factores como el tamaño del posible mercado en el que se desempeñará la empresa, las proyecciones de crecimiento del proyecto, la posibilidad de adopción del producto por parte de los consumidores, la competitividad del negocio, la calidad del equipo que desarrolla el proyecto y sus resultados a la fecha, y las posibilidades de implementación de mecanismos de salida que permitan la recuperación de la inversión.¹⁶

Dentro de estas investigaciones se tienen como focos principales de interés de los inversionistas, sectores económicos donde los negocios tienen como principal característica la necesidad crítica de inversión en investigación y desarrollo, razón por la cual se escogen sectores donde se da el desarrollo de nuevas tecnologías, el resultado de todo este proceso de búsqueda de información relacionada con los proyectos a elegir es la adquisición de información por parte del inversionistas relacionada con las proyecciones del posible emprendimiento, los riesgos del mismo y la posibilidad de éxito, y adicionalmente proporcionan elementos para la

¹⁶ VERMUELEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery (2006), Op. Cit., Pags. 42-43

eliminación de la asimetría de información que se da entre el inversionista y el emprendedor, lo que facilita el control del primero sobre las acciones del segundo y disminuye la posibilidad de comportamientos oportunistas.

2. Staged financing (Financiación por etapas):

Este mecanismo se denominará en adelante, como financiación por etapas con el objetivo de que el desarrollo del concepto sea mejor y se vincule su nombre con el desarrollo de las características y ventajas planteadas. El mismo consiste en, como su nombre lo indica, implementar la inversión por parte del socio de capital o inversionista de una forma escalonada o por etapas, descartando el mecanismo, algunas veces utilizado, de la financiación total desde el principio, con el fin de lograr un mayor control por parte del inversionista al desarrollo del emprendimiento y establecer hasta qué punto se debe dar la financiación del mismo.¹⁷

Por un lado este mecanismo reduce el nivel de incertidumbre que se genera en el inversionista en la etapa temprana de financiación de la compañía, pues la inversión inicial que se hace no es tan cuantiosa como la que se da en el modelo de inversión total inicial, por lo tanto el riesgo de la inversión es menor por la disminución en su cuantía, lo que permite que el socio capitalista este más dispuesto a desarrollar este tipo de proyectos, ya que en caso de un fracaso en la etapa inicial del mismo proyecto, sus pérdidas económicas van a ser significativamente menores, y en un modelo de negocio donde existe tanta incertidumbre sobre sus posibilidades de éxito, éste es un factor importante, por no decir determinante para el inicio de un emprendimiento.¹⁸

¹⁷ BIENZ, Carsten y Julia Hirsch (2006), Op. Cit.

¹⁸ VERMUELEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery (2006), Op. Cit., Pags. 43-45

Además produce incentivos con alto poder de influencia sobre el emprendedor, por medio de la implementación de incentivos de desempeño, ya que la financiación se da con el establecimiento de metas específicas a desarrollar con el capital proporcionado, como por ejemplo la estructuración de un plan de negocio, la producción de un prototipo del producto, la producción de una patente o el mercadeo del producto, por lo que el emprendedor se ve obligado a maximizar sus esfuerzos con miras a la obtención de la meta, so pena del retiro de la inversión en el proyecto de no cumplirla. Esta percepción por parte de él, elimina la posibilidad de que asuma una posición de poco esfuerzo en el desarrollo de la compañía y da como resultado un mayor nivel de compromiso con el desarrollo de la empresa.¹⁹

En relación con los incentivos, además se crea uno de carácter económico para el emprendedor, en el sentido de que en cada ronda de financiación del proyecto, el inversionista, con la inyección de capital, adquiere acciones de la empresa y si el desarrollo de la misma ha sido positivo y ha ido más allá de las expectativas del negocio, genera una valorización de la misma, lo que aumenta el valor de sus acciones y así mismo disminuye la proporción o porcentaje de la empresa que es adquirido por el inversionista en cada etapa de financiación, razón por la cual si el emprendedor logra esta valorización, perderá en menor medida la propiedad sobre su empresa, lo que evidentemente lo impulsará a tratar de lograr la mayor valorización de la misma en cada etapa, y por lo tanto lo obligará a dar lo mejor de sí con miras a obtener este fin, que finalmente beneficia el desarrollo del proyecto.

Por otro lado la aceptación por parte del emprendedor de este tipo de cláusulas da un claro mensaje al inversionista de la seguridad y confianza que tiene en su proyecto y sus capacidades²⁰, pues ante la posibilidad que brinda este mecanismo al inversionista de retirar la financiación ante el incumplimiento de una de las

¹⁹ *Ibíd.* Pags. 43-45

²⁰ *Ibíd.* Pags. 43-45

metas, el emprendedor debe tener la certeza y seguridad de que estas se van a cumplir, pues ante el evento en que no se cumpla ésta, no sólo pierde su financiación sino que también envía un mensaje negativo a otros posible inversionistas sobre la viabilidad y posibilidad de éxito del proyecto.

Respecto del inversionista este mecanismo también representa ventajas adicionales a las ya mencionadas, en lo relacionado con la limitación en la asimetría de la información sobre el proyecto, pues dado que la financiación es por etapas, al final de cada una de éstas, se genera una relación de información para el inversionista sobre la destinación de los fondos, el grado de desarrollo del emprendimiento, el cumplimiento de las metas propuestas y las necesidades financieras de la empresa, con miras a la determinación del monto de la inversión en la etapa subsiguiente, y de esta manera el inversionista tiene la posibilidad de tener un mejor conocimiento del desempeño de la empresa y su información financiera, lo que le provee medios para la toma de decisiones acertadas en la inversión.

Finalmente este mecanismo termina por producir una alineación entre los intereses del inversionista y el emprendedor, toda vez que como ya se expuso, a mayor desarrollo de la empresa el primero obtiene beneficios de todo tipo y el segundo obtiene una mayor certeza sobre el desarrollo del proyecto, lo que genera confianza entre las partes y deriva en menos probabilidad de comportamiento oportunista, aportando en gran medida a la eliminación del Double-sided moral hazard.

3. Governance (Control de la sociedad):

El control de Gobierno consiste en que a diferencia de las firmas abiertas donde existen muchos accionistas, en las Venture Capital Companies los inversionistas tienen un grado de control desproporcionado con su nivel de participación, lo cual

tiene su fundamento en la necesidad de vigilancia, control y monitoreo que tienen los inversionistas, ya que ante la asimetría en la información que se tiene respecto de los emprendedores, atendiendo a que la naturaleza de los proyectos basada en activos intangibles, se torna necesario un control excesivo con miras a controlar y prevenir un comportamiento oportunista por parte de éste, que pueda derivar en la extracción de capital de la firma por su parte, para obtener beneficio económico inmediato en detrimento de los intereses del inversionista.²¹

Los tipos de control que se implementan para lidiar con esta problemática se encuentran fundamentalmente basados en atribuciones dentro del manejo de la sociedad para los inversionistas, que les permitan controlar la toma de decisiones de tipo económico dentro de la misma. Lo anterior se logra por medio de la incorporación de cláusulas que establezcan como obligatoria la presencia de un determinado número de representantes del inversionista en los órganos de dirección de la sociedad que tenga la empresa, estableciendo mayorías en los mismos u otorgando facultades extraordinarias a los mismos como la sujeción de la toma de decisiones al visto bueno de estos para la fijación de la remuneración de los emprendedores o para la contratación por encima de determinadas cuantías. Del mismo modo también se incorporan cláusulas que limitan la capacidad de contratación del emprendedor como dirigente de la sociedad en lo relacionado con la cuantía de las mismas y estableciendo la necesidad del voto favorable del órgano de dirección, en el cual participan los representantes e inversionistas.

4. Convertible Preferred Stock (Acciones convertibles preferentes):

Este mecanismo consiste en la emisión, por parte de la sociedad en la cual se realiza la inversión, de un tipo especial de acciones, que se venden al inversionista, las cuales incorporan derechos que permiten minimizar el riesgo del

²¹ *Ibíd.* Pags. 42-43

inversionista. Sobre éstas se ha establecido que el momento oportuno para su implementación es la etapa temprana de inversión, porque como se determinará posteriormente, el inversionista termina por convertirlas en acciones regulares con el fin de sacar provecho de la valorización de la empresa. Los derechos que incorporan estas acciones son los siguientes:

- a. Derecho de voto múltiple y designación de miembros del órgano de dirección de la sociedad: Estas acciones proporcionan al inversionista la posibilidad de emitir votos en las decisiones tomadas por el máximo órgano societario de la sociedad que son desproporcionados a su participación dentro de la misma²², estipulación que tiene como fin otorgarle un control absoluto sobre las decisiones que se tomen dentro del órgano mencionado, y de este modo, manejar el direccionamiento de la sociedad de acuerdo con sus intereses, lo cual mejora sustancialmente sus posibilidades de controlar el desarrollo de la inversión.²³

Por otro lado también incorporan facultades de nombramiento de la mayoría de los integrantes de los órganos de dirección de la sociedad, que en los mismos términos del mecanismo anterior proporcionan control sobre el direccionamiento de la sociedad pero en un modo más inmediato.

- b. Derechos preferenciales en el pago de dividendos: Este derecho consiste en que el inversionista, titular de este tipo especial de acciones, tiene derecho a que se le paguen en forma preferencial los dividendos que produce la sociedad sobre aquellos accionistas que tienen acciones regulares en la misma, como serían los emprendedores. De este modo el inversionista garantiza en cierta medida un retorno más inmediato de su inversión en el pago de dividendos.

²² *Ibíd.* Pags.45-47

²³ MENDOZA, Jose M. y Erik P.M Vermerulen, *The "New" Venture Capital Cycle (Part I), The Importance of Private Secondary Market Liquidity*, Topics in Corporate Law and Economics 2011-1.

- c. **Derechos sobre el flujo líquido y preferencia en caso de liquidación:** Este derecho consiste en otorgar al inversionista una calidad preferencial sobre los demás accionistas de la sociedad en caso de una posible liquidación de la sociedad, en primera instancia establece que éste será a quien primero se le pague en el proceso de liquidación en forma exclusiva del resto de los socios, de manera que mejora la probabilidad de recuperar su inversión ante este evento.

En lo relacionado con los derechos sobre el flujo líquido de la sociedad, se establece que el titular de este tipo de acciones tiene derecho a que se le pague su participación en la sociedad en caso de liquidación, con el dinero que tenga la sociedad en forma excluyente con relación a los demás accionistas. De esta manera el inversionista garantiza, en la mayor medida posible, la recuperación de su inversión ante una eventual liquidación, en dinero y disuade al emprendedor de llegar al proceso de liquidación, pues dentro de éste obtendrá dinero solamente en la medida en que la proporción del inversionista haya sido pagada por completo.

- d. **Convertibilidad de las acciones y valor de inversión:** Sobre estas acciones se pacta inicialmente que las mismas tienen un valor igual al de la inversión del socio capitalista, con el fin de que ante el eventual fracaso del proyecto, dentro de la liquidación no le corresponda al inversionista lo que proporcionalmente le correspondería por su participación accionaria, sino el valor establecido de esta acciones que no fluctúa con el valor total de la sociedad, ni con el de las acciones regulares, de modo que garantiza el pago del total de su inversión si el proyecto fracasa en etapas tempranas. Del mismo modo si el inversionista percibe que el desarrollo del proyecto no es óptimo, procurará mantener sus

acciones sin convertirlas en regulares con miras a conservar su garantía ente una eventual liquidación.²⁴

Así mismo estas acciones incorporan el derecho a ser convertidas en acciones regulares en el momento en que el titular de las mismas lo elija, y es ésta una de las mayores bondades de las mismas, pues el proceso de conversión en acciones regulares sólo se dará en el evento en el que el inversionista considere que la conversión en acciones regulares le representará ganancia dadas las proyecciones de valorización de la sociedad, ya que aunque pierde los derechos preferentes que las acciones convertibles preferentes incorporan, empieza a participar por medio de las acciones de la valorización de la empresa, entonces debe escoger cuidadosamente el momento de conversión de las acciones para procurar obtener ganancia, dado que la tasa de conversión de la misma se da en los términos del valor de inversión que éstas tienen.

Por medio de este mecanismo se logra incentivar a ambas partes del negocio, es decir, tanto al inversionista como al emprendedor, pues el primero encuentra gran interés en la valorización de la firma por lo que de ésta depende su ganancia dentro del emprendimiento y con una conversión de las acciones a regulares en el momento oportuno puede lograr una máxima ganancia, y por otro lado, el segundo al mismo tiempo procurará la máxima valorización de la sociedad con miras a que la conversión de las acciones del inversionista sea realizada con ocasión del mayor valor de la sociedad posible, con el fin de que su participación en la sociedad se vea disminuida o que adquiera la menor participación posible, y así, conservar la mayoría de las acciones regulares de la compañía. De este modo se logra una vez más alinear los esfuerzos de las partes dentro del contrato, lo cual maximiza la posibilidad de éxito del emprendimiento y también elimina la posibilidad de

²⁴ VERMUELEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery (2006), Op. Cit., Pags. 45-47

comportamientos oportunistas de las mismas ya que conductas de este tipo entrarían en conflicto con sus intereses económicos.

5. Monitoring Process (Procesos de Monitoreo):

Este mecanismo incorpora como obligación para el emprendedor que se encuentra en la dirección de la empresa, el deber de presentar informes sobre el comportamiento de la misma con cierta periodicidad, que viene determinada por las preferencias del inversionista, y tiene como finalidad generar eventos en los cuales el inversionista pueda tener acceso a la información crucial de la sociedad, como estados financieros y demás balances que le den una perspectiva del desarrollo del emprendimiento y le permitan tomar decisiones acertadas sobre las acciones que debe ejecutarse con miras a mejorar el desempeño de la firma. Adicionalmente otra modalidad de incorporar este control, es por medio de la estipulación de una cláusula que determine el derecho de inspección en favor del inversionista, pero sin limitación al momento en el cual puede exigir la información, otorgándole facultades para solicitársela a la sociedad cuando lo considere necesario.²⁵

Además, dentro de la mencionada estipulación también se incluyen deberes para el inversionista que consisten en proporcionar al emprendedor, además del capital para el proyecto, servicios profesionales de asesoría en aspectos contables, financieros y demás, que apoyen al emprendedor en el desempeño de sus funciones, con el fin de que la actividad empresarial se desarrolle en la forma más integral posible y produzca una valorización de la sociedad que derive en ganancias para ambas partes.

²⁵ *Ibíd.* Pag. 45

6. Exit Strategies (Mecanismos de salida):

Esta estipulación contractual consiste en la previsión de las posibilidades de terminación del emprendimiento o de salida del mismo por parte del inversionista, dado que el modelo de negocio de las firmas inversionistas no consiste en retener las compañías por un término indefinido, sino en procurar la valorización rápida y efectiva de las firmas, para luego, con la venta de las acciones que poseen en la misma, recuperar la inversión y generar ganancias. En desarrollo de esta idea se proponen como medios para lograr este propósito los siguientes mecanismos de salida:

- a. **Initial Public Offering:** Este mecanismo consiste en colocar las acciones en el mercado bursátil, con una emisión de acciones; por medio de ésta lograr la capitalización de la sociedad y así mismo proporcionar al inversionista un escenario para que venda su participación en la sociedad, recupere su inversión y obtenga las ganancias. Este modelo es especialmente efectivo en países en los que la Bolsa de Valores tenga un desarrollo alto y proporcione una buena plataforma para ejecutar la última etapa del modelo de negocio de las Venture Capital Companies.²⁶

En este mecanismo también se puede dar otra modalidad en la que el inversionista espere a lograr una valorización alta de las acciones en la sociedad dentro del mercado de valores con el objetivo de incrementar aún más su ganancia. Así mismo el inversionista también se posiciona en el ámbito de firmas de Venture Capital por su capacidad para lograr valorización de compañías donde tenga sus inversiones, lo que representa un valioso activo para la misma.²⁷

²⁶ KAPLAN, Steven y Per Stromberg (2000), Op. Cit.

²⁷ VERMUELEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery (2006), Op. Cit. Pag. 47

- b.** Venta a una compañía: Este mecanismo consiste en que el inversionista venda su participación por fuera del mercado de valores a una compañía que tenga interés en la adquisición de la sociedad, bien sea porque se desempeña en el mismo ámbito de negocio de la misma; quiera sacar provecho de las innovaciones tecnológicas desarrolladas; o desarrolle actividades de financiación a empresas en esta etapa de desarrollo con el objetivo de llevar el negocio a una mayor escala.

- c.** Recompra de acciones por parte de la sociedad: Este mecanismo consiste en que las acciones que posee el inversionista son recompradas por la misma sociedad, y ésta queda completamente en manos de los emprendedores o de éstos y otros inversionistas que hayan intervenido en el proceso, pero tengan fines diferentes a las firma de Venture Capital.

- d.** Vender a otro inversionista: Este mecanismo consiste en la cesión de las acciones que posee el inversionista a otro accionista que tenga interés en adquirirlas.

- e.** Liquidación: Esta opción se propone como alternativa en diferentes escenarios que pueden ser, el primero, ante el eventual fracaso del emprendimiento se lleva a cabo la liquidación de la compañía, y el segundo, que puede suceder ante una eventual compra de las patentes desarrolladas por la empresa o las líneas de producto a una compañía de mayor tamaño, caso en el cual se liquida igualmente obteniendo tanto el inversionista como el emprendedor su ganancia.

Podemos apreciar a través del análisis anterior, la diversidad de mecanismos determinados por la doctrina internacional para su incorporación en los contratos de Venture Capital Company, cada uno con fines específicos y cada uno proporcionando una ventaja, sin dejar de lado que la utilización de los mismos no

es excluyente y que a partir de ellos se puede crear una relación contractual que proporcione una plataforma idónea e ideal para el desarrollo de este modelo de negocio, minimizando eficientemente los efectos que tiene sobre el emprendimiento el Double-sided moral hazard.

CAPÍTULO 3

A. Nacimiento de la Sociedad por Acciones Simplificada en Colombia una innovación normativa:

La sociedad por acciones simplificada surge en Colombia como una reacción a fenómenos de cambio normativo que se vienen desarrollando en muchos países del mundo, por medio de los cuales a partir de la creación de figuras societarias fundamentadas en la desregulación se busca proporcionar a los actores del escenario económico un mecanismo jurídico idóneo para el desarrollo de distintos modelos de negocios, que exigen una flexibilidad normativa importante debido a la complejidad de las relaciones jurídicas que surgen a partir de estos.

Claros ejemplos de este tipo de cambios se pueden percibir en países como Francia con la creación de la Sociedad por Acciones Simplificada; en Estados Unidos con la creación de las Limited Liability Partnership y la Limited Liability Corporation; en Alemania con la creación de la Kleine Ag; y en España con la creación de la Sociedad Limitada Nueva Empresa.²⁸ Todas iniciativas normativas que buscan facilitar el desarrollo de la actividad empresarial por medio de la eliminación de trámites innecesarios para su constitución que disminuyen los costos de operación de la empresa, el planteamiento de normas flexibles que se acomodan a las necesidades de los empresarios y proporcionan una estructura de funcionamiento acorde con las dimensiones de las empresas, y una libertad contractual que deja a la autonomía de la voluntad el planteamiento de las normas

²⁸ REYES VILLAMIZAR, Francisco et al (2010), Estudios sobre la Sociedad por Acciones Simplificada, Bogotá, Universidad Externado. Pags. 177-247.

de juego dentro de la sociedad, otorgando un amplio espectro de posibilidades de estipulación²⁹.

En Colombia el surgimiento de la SAS ha tenido, en los años que lleva de vida, un efecto claramente positivo en el desarrollo de la actividad empresarial, ya que suple necesidades del tráfico empresarial que los tipos societarios antes existentes no estaban en capacidad, y adicionalmente proporcionan una alternativa sencilla para la formalización de las actividades empresariales que antes encontraban en los tipos societarios existentes, un obstáculo por las exigencias legales de constitución y funcionamiento. Desde esta perspectiva la SAS ha sido una gran innovación en materia legislativa y ha generado en los empresarios una gran acogida que se hace latente en la cantidad de sociedades de este tipo que se han constituido en sus pocos años de existencia, y las numerosas transformaciones al mismo tipo societario que se han dado desde los tipos anteriormente existentes.

Considerando todo lo anterior y retomando los mecanismos contractuales planteados en el capítulo anterior, a continuación se desarrollan las características de este tipo societario, incluyendo en el análisis de estos la posibilidad de incorporación de las estipulaciones ya mencionadas, con el fin de determinar y sustentar a través de este análisis la idoneidad de la SAS como tipo societario para el desarrollo de las Venture Capital Companies.

²⁹ *Ibíd.* Pags. 295-325.

B. Características de la Sociedad por Acciones Simplificada y su papel en la incorporación de los mecanismos contractuales identificados como idóneos para el desarrollo de las Venture Capital Companies:

Tomando como base algunas de las características y virtudes de la SAS desarrolladas por los autores Carlos Andrés Arcila Salazar³⁰ y Ramón Madriñan Rivera³¹, en sus ensayos presentes en el libro “*Estudio sobre la sociedad por acciones simplificada*”³², se desarrollan e incorporan los mecanismos contractuales identificados como idóneos para el desarrollo de las VCC’s con anterioridad, y se contextualizan estas al modelo de negocio planteado destacando las ventajas que representan en este.

Características:

1. Limitación de la responsabilidad:

Dentro de la normatividad que desarrolla el tipo societario de la Sociedad por Acciones Simplificada, la Ley 1258 de 2008, en su artículo primero se prevee la limitación de la responsabilidad de los socios hasta el monto de sus aportes haciendo la claridad específica de que ésta ópera de igual manera aún respecto de acreencias laborales y tributarias³³. Aunque esta característica se predica además de otros tipos societarios como las sociedades anónimas y las limitadas, en estos tipos societarios no se especifica la limitación de las acreencias en materia laboral y tributaria lo que de entrada representa beneficios para la SAS, para el desarrollo de cualquier tipo de emprendimiento. Específicamente dentro del contexto de las VCC’s, este tipo de normas representan garantías grandes

³⁰ *Ibíd.* Pags. 177-247

³¹ *Ibíd.* Pags. 295-325

³² *Ibíd.*

³³ *Ibíd.* Pags. 65-77

tanto para el inversionista como para el emprendedor, en el sentido de que no se va a ver comprometido su patrimonio personal bajo ninguna circunstancia, a menos que como lo estipula el Artículo 42 de la misma norma, la sociedad sea utilizada para ejecutar fraudes o en perjuicio de un tercero.

Este tipo de garantías incentiva al desarrollo de negocios de alto riesgo como lo son las VCC's, en donde la incertidumbre sobre la posibilidad de éxito del emprendimiento es alta, dado lo mencionado anteriormente sobre la protección del capital personal de las partes que participan en el negocio.

2. Unipersonalidad y pluralidad de accionistas:

La SAS presenta como una de sus más relevantes ventajas la posibilidad de constitución por un sólo accionista, además de, como los demás tipos societarios la presencia de diversos accionistas hasta un número ilimitado, elemento que se torna relevante para el modelo de negocio planteado en dos aspectos; el primero de ellos, relacionado con la etapa de iniciación del emprendimiento en el que se posibilita la constitución de la sociedad a un sólo emprendedor y elimina la necesidad que existía antes de la vigencia de la SAS, de incluir como socios a personas naturales ajenas a la actividad de la empresa, con el único propósito de cumplir los requisitos para la constitución de la sociedad, adicionalmente facilita en gran medida el funcionamiento de la sociedad en el evento ya mencionado, ya que el socio único puede tomar todo tipo de determinaciones sin necesidad de constituir cuerpos plurales para ello; el segundo de los aspectos relevantes está relacionado con la posibilidad de venta del emprendimiento en su etapa final, pues por medio de la posibilidad de accionista único, una sociedad extranjera puede adquirirla sin necesidad de intervención de más agentes en la operación y esto mejora las posibilidades de éxito y facilita una operación de este tipo tal y como se plantea como Mecanismo de Salida en el Capítulo 2 del presente documento.

3. La constitución por documento privado:

La posibilidad que otorga la norma que desarrolla el tipo societario de la SAS que permite su creación por medio de documento privado, proporciona tanto al modelo de negocio de las VCC's como a cualquier otro tipo de negocio la eliminación de costos en su constitución que facilitan el desarrollo de la etapa temprana del emprendimiento en la cual la destinación de los fondos adquiridos para la financiación al desarrollo de la actividad de la empresa es vital por la dificultad que representa la adquisición de los mismos y la fragilidad que el modelo de negocio tienen en sus etapas tempranas.

4. Término indefinido de duración de la sociedad:

Al igual que la característica anterior ésta representa una ventaja, más que frente al modelo de negocio de las VCC's, frente a cualquier modelo de negocio ya que determina que la sociedad existirá mientras así sea la voluntad de los constituyentes, o mientras ésta no incurra en una causal de disolución diferente del vencimiento del término, lo cual elimina la necesidad de acudir a reformas de estatutos ante un eventual vencimiento del mencionado término, disminuyendo los trámites a que se ven expuestos los empresarios y en cierta forma los costos del funcionamiento de la sociedad.

5. Término para el pago del capital:

Dentro de la normatividad que regula la SAS en su Artículo 9 se establece como término para el pago del capital un periodo máximo de 2 años, y más importante aún, se establece que las condiciones y plazos para el pago del mismo se pueden establecer en la forma en que las partes convengan, siempre que no excedan el término mencionado.

Esta es una de las características del tipo societario que representa una mayor ventaja para el desarrollo de las VCC's, pues por medio de esta estipulación legal se puede incorporar el mecanismo de Financiación por Etapas, dado que como la norma dispone, no es obligatorio ningún tipo de porcentaje inicial en el pago del capital, razón por la cual se pueden establecer, por medio del contrato social las condiciones en las cuales se va a dar la financiación del proyecto por parte del inversionista teniendo como factor favorable el término amplio de dos años para el pago total del capital.

Adicionalmente proporciona al emprendedor en la etapa de surgimiento del emprendimiento, cierto tipo de mecanismo de financiación legal, ya que dado el restringido acceso que tienen este tipo de negocios a los medios de financiación tradicionales, la flexibilidad en el pago del capital de la sociedad le otorga posibilidades de encontrar en el periodo otorgado posibilidades de financiación sin dejar de lado el desarrollo de la empresa como tal.

Desde la perspectiva de esta característica la SAS tiene un elemento diferenciador de las demás sociedades, tales como la limitada o la anónima, en el sentido de que las anteriormente mencionadas establecen restricciones respecto del pago del capital o términos de pago menores, elemento que ya postula a la SAS como un tipo societario más apto para el desarrollo de las VCC's.

6. Diversidad y libertad en la creación de tipos de acciones:

Retomando los mecanismos establecidos en el Capítulo 2 del presente documento, esta norma que se encuentra consagrada en el Artículo 10 de la Ley 1258 de 2008 presenta la posibilidad de incorporación de uno de los más importantes en materia de financiación y garantías para las partes, y que la doctrina internacional ha identificado como el más utilizado en el desarrollo de las VCC's, que son las Acciones Convertibles Preferentes.

Es por medio de la libertad en la creación de tipos de acciones que el mencionado mecanismo puede ser incorporado dentro del contrato social, pues la norma establece como modelos de acciones algunos ya existentes, pero deja abierta la posibilidad de emisión de acciones con derechos y deberes diseñados a la medida para satisfacer las necesidades de cualquier tipo de modelo de inversión como lo son las Acciones Convertibles Preferentes, ampliando el espectro de posibilidades de financiación del emprendimiento a casi cualquier tipo de acción que se pueda crear dentro de los límites legales.³⁴

Esta flexibilidad en la estipulación, es uno de los elementos más relevantes en la determinación de la idoneidad de la SAS como modelo societario para el desarrollo del negocio de las VCC's, pues ningún otro tipo de sociedad presenta el espectro de posibilidades que la libertad en la creación de acciones en la SAS puede brindar respecto de modelos de financiación, a emprendimientos en los que este elemento es el principal determinante de la relación contractual, y es que por este medio se pueden otorgar tanto garantías y control no proporcional a su participación a los inversionistas como mecanismos de incentivo a los emprendedores, factores determinantes en el desarrollo de las VCC's como se estableció en el capítulo anterior.

7. Posibilidad de estipulación de acuerdos de accionistas y eficacia:

De acuerdo con lo establecido en el Artículo 24 de la norma antes citada que regula la SAS los acuerdos de accionistas podrán estipular condiciones “sobre la compra o venta de acciones, la preferencia para adquirirlas, las restricciones para transferirlas, el ejercicio del derecho de voto, la persona que habrá de representar las acciones en la asamblea y cualquier otro asunto lícito”, posibilitando dentro del modelo de negocio planteado mecanismos alternativos de control sobre las

³⁴ *Ibíd.* Pags. 295-325

decisiones de la sociedad, la negociación de acciones con terceros y muchos otros tipos de actividades que podrían perjudicar los intereses del emprendimiento, lo que constituye mayores garantías para los mismos, y por la eficacia que se puede lograr de éstos a través de la exigibilidad de su ejecución ante la Superintendencia de Sociedades, órgano especializado en la materia, representa mayor seguridad jurídica por vía contractual.

8. Libertad en la determinación de la organización interna, estructura de la sociedad y forma de funcionamiento:

Considerando lo establecido en el Artículo 17 de la Ley 1258 de 2008, que establece esta característica, se puede decir que es este también uno de los elementos esenciales que determinan la preferencia por la SAS como el tipo societario para el desarrollo de las VCC's, pues es a través de éste que se pueden incorporar los mecanismos contractuales que implementan el Control de la Sociedad.

La implementación de este tipo de control tiene su fundamento en la creación de estructuras de manejo de la sociedad que se ajusten a las necesidades que tenga el inversionista de participar en la dirección y determinación de las decisiones de la compañía, ya que teniendo en cuenta que esta estructura es de libre determinación por parte de los socios, a través de ésta se pueden desarrollar infinidad de figuras que representen garantías para el inversionista en la toma de decisiones y el manejo de la sociedad, como la creación de cuerpos colegiados en donde primen sus mayorías o la determinación de facultades extraordinarias a sus representantes dentro de los mismos.³⁵

Adicionalmente permite la incorporación de los Procesos de Monitoreo, dado que por medio de la estipulación libre de las funciones y formas de funcionamiento de

³⁵ Ibíd. Pags. 177-247

los órganos societarios, el inversionista puede establecer deberes de información periódicos de éstos para con él, en desarrollo de este mecanismo contractual que ha demostrado gran importancia en el desarrollo del modelo de negocio planteado.

Finalmente también es importante considerar que por medio de esta característica se pueden implementar mecanismos de funcionamiento sencillos para la sociedad que reduzcan el nivel de costos en el funcionamiento de la misma, elemento que es importante para cualquier modelo de negocio incluido el de las VCC's, mecanismos que además pueden simplificar el desarrollo de la administración y la toma de decisiones en el desarrollo del emprendimiento, disminuyendo el tiempo exigido por los trámites administrativos propios de otras sociedades y proporcionando un entorno legal que permita un desarrollo más fluido de la actividad empresarial. Un ejemplo latente de estas facilidades es la flexibilidad que presenta la SAS en materia de ejecución de reuniones de órganos societarios.

9. Quórums y Mayorías:

Por medio de este mecanismo en consonancia con el anteriormente mencionado se puede desarrollar el Control de la Sociedad por parte del inversionista sobre órganos colegiados creados con funciones específicas, en donde la decisión de los representantes del inversionista o del inversionista mismo, se establezca como elemento necesario para la toma de decisiones, pero también se puedan establecer porcentajes en la toma de decisiones que protejan al emprendedor de un posible control abusivo por parte del inversionista, ambos mecanismos que contribuyen al desarrollo de las VCC's.

10. Posibilidad de transformación:

Aunque esta característica no es propia y excluyente de la SAS como tipo societario, es importante destacar que está presente en el tipo societario debido a que por su restricción para el ingreso al mercado de valores, que es uno de los Mecanismos de Salida propuestos dentro de los mecanismos contractuales, se torna necesaria la posibilidad de transformarse en una sociedad anónima con miras a acceder, en una etapa final del emprendimiento, a la emisión de acciones al mencionado mercado para la recuperación de la inversión por parte del socio que aporta el capital.

11. Posibilidades de resolución de conflictos intra-societarios:

En el Artículo 40 de la norma que regula este tipo societario, se establece la posibilidad de la resolución de conflictos “que ocurran a los accionistas entre sí, o con la sociedad o sus administradores, en desarrollo del contrato social o del acto unilateral, incluida la impugnación de determinaciones de asamblea o junta directiva con fundamento en cualquiera de las causas legales”, ante un tribunal de arbitramento, en amigable composición o ante la Superintendencia de Sociedades.

Dicho aspecto se vuelve relevante en la medida en que la seguridad jurídica y la certeza contractual en el modelo de negocio planteado es importante, y la posibilidad de exponer los conflictos que surjan con ocasión del desarrollo del emprendimiento a organismos especializados refuerza estos dos elementos, más aun teniendo en cuenta que la justicia ordinaria en nuestro país adolece de falta de celeridad en sus procesos y de conocimientos especializados en materias tan específicas y poco desarrolladas en el entorno nacional como el modelo de negocio planteado, lo cual podría derivar en decisiones que no se ajusten a las

estipulaciones contractuales por la posible inexperticia de los jueces o a decisiones tardías en el tiempo que afecten o entorpezcan el desarrollo del emprendimiento.³⁶

C. La SAS como tipo societario idóneo para el desarrollo de las Venture Capital Companies y el entorno jurídico colombiano:

A través del desarrollo de las características anteriores junto con las posibilidades de implementación que ofrecen para los mecanismos contractuales identificados como apropiados para el desarrollo de las VCC's y las facilidades que presenta para los proyectos empresariales de este tipo, podemos decir que el tipo societario de la SAS es, en el entorno jurídico colombiano, el que representa la mayor y mejor cantidad de posibilidades y mecanismos para el desarrollo de este modelo de negocio, en su mayoría por la gran flexibilidad que proporciona para la creación de estatutos que se adapten a la actividad empresarial específica, pero también por las facilidades que representan en términos de costos y funcionamiento de la sociedad.

Es importante señalar, con base en lo anterior, que con la incorporación de la SAS al entorno jurídico colombiano se han ampliado las posibilidades no sólo para el desarrollo de las VCC's en Colombia sino también para el desarrollo de todo tipo de proyectos empresariales que encuentran en esta figura jurídica su plataforma por preferencia debido su flexibilidad y demás atributos ya descritos.

Acorde con lo planteado respecto de los objetivos del presente documento y en relación con el entorno nacional, hay que señalar que la implementación del modelo de negocio planteado ha incrementado sustancialmente su presencia en el país a partir del nacimiento de la SAS, por que existen otros factores que también han determinado este crecimiento del sector, como la implementación de normatividades favorables a la creación y desarrollo de los Fondos de Capital de

³⁶ *Ibíd.* Pags. 295-325

Riesgo, algunos representados en iniciativas gubernamentales y otros con apertura al ingreso de capitales extranjeros que se dedican a este tipo de actividades.

D. Planteamiento del modelo contractual para el desarrollo de las Venture Capital Companies a través de la SAS:

En lo relacionado con el planteamiento del modelo contractual base para el desarrollo de las VCC's con fundamento en la SAS, a través de la investigación y a partir del conocimiento adquirido respecto de las características del modelo de negocio y su forma de funcionamiento, se puede llegar a la conclusión de que plantear un “contrato tipo” para el desarrollo de este tipo de emprendimiento no tiene en el plano práctico mucha relevancia, dado que cada uno de los proyectos de inversión de capital de riesgo tiene características propias y elementos que determinan la necesidad o no de la incorporación de uno o varios de los mecanismos contractuales identificados y desarrollados, e intentar crear un modelo contractual que se adapte a todos los tipos de emprendimiento sería además de pretencioso, un proyecto de extremada dificultad y extensión considerando la diversidad de tipos de relaciones jurídicas que surgen en la práctica de este tipo de negocios. Es por lo anterior que el presente proyecto acoge como objetivo que puede tener un mayor impacto, el desarrollo e identificación de los mecanismos contractuales y sus posibilidades de implementación.

Se fundamenta lo anterior en el hecho de que el planteamiento de unas líneas bases o guías para la creación de modelos contractuales que permitan un mejor desarrollo de las VCC's en el entorno jurídico colombiano, como las desarrolladas en el presente proyecto, representan una mejor herramienta y un mayor aporte al área de conocimiento, desde el punto de vista de que con los análisis realizados se pone a disposición de los profesionales en el área estipulaciones contractuales,

metodologías y mecanismos de incorporación, que sirvan de fundamento para la creación de diversidad de contratos de sociedad para el desarrollo del modelo de negocio planteado, donde cada emprendimiento a partir de la identificación de sus necesidades y características, retome los elementos que considere necesarios para el desarrollo de su emprendimiento y los incorpore dentro de su contrato, incentivando de este modo también la inventiva en la forma de estipulación de los mecanismos y así mismo el desarrollo de la materia en el entorno jurídico colombiano.³⁷

CONCLUSIONES

Como conclusiones del proyecto desarrollado por medio del presente documento se pueden plantear las siguientes:

1. El desarrollo de las Venture Capital Companies en Colombia es aún muy limitado pero se percibe que el modelo de negocio ha tenido un crecimiento significativo en el país, gracias a la creación e implementación de normatividades que proporcionan facilidades para la creación de fondos de capital de riesgo y también figuras jurídicas como la SAS que facilitan y mejoran las condiciones para el desarrollo de éste modelo de negocio.
2. La creación de contenido doctrinario relacionado con los mecanismos jurídicos utilizados en el desarrollo de las Venture Capital Companies se da en su mayor parte en el extranjero, debido a la poca existencia del modelo de negocio en Colombia y a la antes inexistencia de plataformas jurídicas como la SAS que permitieran la incorporación de estipulaciones contractuales creativas, que sirvieran para lidiar con los obstáculos prácticos que presentan este tipo de negocios.

³⁷ VERMUELEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery (2006), Op. Cit., Pag. 48

3. La SAS representa un avance normativo muy significativo para el entorno jurídico teniendo en cuenta que proporciona una plataforma jurídica idónea para el desarrollo de infinidad de emprendimientos empresariales por la flexibilidad de la figura como tal, en relación con las figuras contractuales que se pueden incorporar, pero también en lo relacionado con las facilidades y reducción de costos que representan en funcionamiento.

Esta percepción se puede constatar con mayor nitidez en la facilidad que proporciono el tipo societario al presente proyecto para la incorporación de los mecanismos contractuales analizados, que aún con su complejidad, no encontraron en la normatividad de la SAS obstáculo para su implementación gracias a la flexibilidad de ésta.

4. En materia de desarrollo para las Venture Capital Companies, la SAS se presenta como el modelo societario, en el entorno jurídico colombiano, más idóneo para la creación de este tipo de emprendimientos por las posibilidades que brinda respecto de la incorporación de los mecanismos contractuales identificados por la doctrina internacional como necesarios para combatir el “Double-sided moral hazard”. Ya que debido a sus características de tipo societario híbrido y a sus cualidades especiales proporciona al mencionado modelo de negocio un ambiente jurídico óptimo para su desarrollo.
5. La creación de tipos contractuales para el desarrollo de modelos de negocio tan dinámicos y diversos como las Venture Capital Companies, resultan como un aporte poco práctico en el desarrollo de contenidos sobre la materia, debido a que un tipo contractual, para este modelo de negocio, no puede prever las condiciones especiales que presentará cada uno de los emprendimientos. Por lo tanto resulta muchos mejor el planteamiento de unas guías bases de incorporación de mecanismos contractuales comprobados para estos

proyectos, que permitan tener herramientas y criterios para su aplicación en los diferentes escenarios contractuales que presenten las situaciones prácticas.

BIBLIOGRAFÍA

- VERMEULEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery, Corporate Governance and Innovation: Venture Capital, Joint Ventures and Family Businesses, European Corporate Governance Institute Working Paper No. 65/2006.
- VERMEULEN P.M., Erik y Joseph A. McCahery, Venture Capital Beyond the Financial Crisis: How corporate venturing boosts new entrepreneurial clusters (and assists governments in their innovation efforts), Tilburg University Legal Studies Working Paper Series No.011/2010.
- REYES VILLAMIZAR, Francisco et al (2010), Estudios sobre la Sociedad por Acciones Simplificada, Bogotá, Universidad Externado.
- KAPLAN, Steven y Per Stromberg, Financial contracting theory meets the real world: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, The Center of Research in Security Prices Working Paper No. 513/2000.
- REYES VILLAMIZAR, Francisco, La Sociedad por Acciones Simplificada, Bogotá, Legis.
- BIENZ, Carsten y Julia Hirsch, The Dynamics of Venture Capital Contracts, Center for Financial Studies No. 2006/11.
- ARCILA SALAZAR, Carlos Andrés (2009), Sociedad por acciones simplificada, Revist@ e-Mercatoria, Volumen 8 Numero 1.

- “La industria de Capital de Riesgo en Colombia”,
<http://www.wefcolombia.com/pdfs/BANCOLDEX%20WEF.pdf>, 26 de Febrero de 2011.
- ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, LAVCA, Scorecard 2006, 1 de Enero de 2007.
- ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, LAVCA, Scorecard 2007, 1 de Enero de 2008.
- ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, LAVCA, Scorecard 2008, 1 de Enero de 2009.
- ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, LAVCA, Scorecard 2009, 3 de Marzo de 2010.
- ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, LAVCA, Scorecard 2010, 21 de Abril de 2010.