



# PAY-TO-PLAY

## LA CLÁUSULA OLVIDADA EN LAS RONDAS DE INVERSIÓN

A propósito de la reciente actualización al repositorio sobre documentos legales de *venture capital* publicado hace unas semanas atrás por la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión, es posible advertir que, a pesar de haber pasado más de 15 años desde la instauración de los primeros fondos de capital de riesgo en nuestro país, los términos legales de inversión en Chile se han mantenido mayormente invariables. Aunque lo anterior no es extraño, dada la estandarización de los documentos legales en la industria del capital de riesgo, ello ha impedido la inclusión de ciertas cláusulas o términos, que impactan en forma relevante el interés económico de los fundadores ante una eventual venta de la compañía, o los activos de esta última, entre las cuales podemos mencionar la cláusula “*pay-to-play*”.

La presente publicación hace referencia a esta cláusula la que, según se explicará, es de toda relevancia en los financiamientos de capital de riesgo.



**Nicolás Casado**  
*Socio fundador Casado & Cia Abogados*

# pay-to-play

Como bien se sabe, el control del inversionista en el *venture capital* no se mide por la participación accionaria adquirida, sino por los derechos que su serie de acciones tiene aparejados. Generalmente, dentro de las preferencias incluidas en las negociaciones, las más comunes hacen relación con:

- 01) **Preferencia de liquidación:** esto es, el beneficio en obtener primeramente los ingresos que genere la empresa en un evento de venta;
- 02) **Preferencia de dividendos:** esto es, el beneficio en obtener primeramente los dividendos que se repartan en el futuro a los accionistas; o bien,
- 03) **Designación de directores:** esto es, la designación de uno o más directores por el inversionista (o un grupo de inversionistas), sin considerar los quórums mínimos de participación impuestos por la ley de sociedades.

En cuanto a la cláusula “*pay-to-play*”, esta sitúa al inversionista en un escenario futuro de inversión, en donde este último debería invertir nuevamente en un financiamiento subsecuente para mantener las preferencias y/o derechos de sus acciones, descritas anteriormente. Por ende, se considera que esta cláusula es un incentivo a la inversión, sumamente favorable para los fundadores de la compañía y esta última, dado que compromete al nuevo inversionista a seguir invirtiendo en el futuro.



## escenario de inversión

Para efectos de explicar de mejor forma la cláusula “*pay-to-play*”, simularemos el siguiente escenario de inversión:

Fintech Chile 1 SpA (la “*Fintech*” o la “*Startup*”) se encuentra en plena negociación con un fondo de inversión local (el “Inversionista Serie A”). Para el caso práctico, lo primero que debemos tomar en consideración es la estructura accionaria de la *Startup*, previo a al financiamiento, según el siguiente esquema:

Cap table #1:

ACCIONISTA	ACCIONES ORDINARIAS	ACCIONES SERIE SEMILLA	ACCIONES SERIE EMPLEADOS	PORCENTAJE
Fundador 1	350.000			35%
Fundador 2	350.000			35%
Fundador 3	150.000			15%
Inversionista ángel		50.000		5%
Plan de opciones			100.000	10%
<b>Total</b>	<b>850.000</b>	<b>50.000</b>	<b>100.000</b>	<b>100%</b>

### Primer financiamiento:

El Inversionista Serie A, ha aceptado efectuar un financiamiento de USD 500,000.- a cambio de adquirir el 10% de la participación accionaria de la sociedad, en **acciones preferentes**, bajo una valorización *pre-money* de USD 4,500,000.- Dentro de los términos de la inversión, se ha acordado otorgarle al Inversionista Serie A una **preferencia de liqui-**

**dación de 1,5** veces la inversión efectuada. Siguiendo el escenario de inversión planteado, una vez que el Inversionista Serie A adquiriese el 10% de las acciones de la *fintech*, esta debería emitir en su favor 111.111 nuevas acciones preferentes, a un valor de USD\$4,5.- por acción, quedando la estructura accionaria de la siguiente forma:

Cap table #2:

ACCIONISTA	ACCIONES ORDINARIAS	ACCIONES SERIE SEMILLA	ACCIONES SERIE EMPLEADOS	ACCIONES SERIE A	PORCENTAJE
Fundador 1	350.000				31,5%
Fundador 2	350.000				31,5%
Fundador 3	150.000				13,5%
Inversionista ángel		50.000			4,5%
Plan de opciones			100.000		9%
Inversionista Serie A				111.111	10%
<b>Total</b>	<b>850.000</b>	<b>50.000</b>	<b>100.000</b>	<b>111.111</b>	<b>100%</b>

### Segundo financiamiento:

Supongamos ahora que, 12 meses siguientes al Primer Financiamiento, la Sociedad se encuentra con la necesidad de levantar USD 2,000,000.- adicionales, a una valorización *pre-money* de USD 10,000,000.- con un nuevo fondo de inversión extranjero (el “Inversionista Serie B”). Esto conlleva, por tanto, la entrega de un 16,66% de la participación accionaria de la Sociedad, en **acciones pre-**

**ferentes**, en donde también se ha pactado una **cláusula de liquidación de 1,5 veces la inversión efectuada.**

Por tanto, una vez concluido el segundo financiamiento, la *fintech* debería emitir en favor del Inversionista Serie B un total de 222.115 nuevas acciones preferentes, a un valor de USD\$9.- por acción, bajo la siguiente estructura accionaria:

Cap table #2:

ACCIONISTA	ACCIONES ORDINARIAS	ACCIONES SERIE SEMILLA	ACCIONES SERIE EMPLEADOS	ACCIONES SERIE A	PORCENTAJE
Fundador 1	350.000				26,25%
Fundador 2	350.000				26,25%
Fundador 3	150.000				11,25%
Inversionista ángel		50.000			3,75%
Plan de opciones			100.000		7,5%
Inversionista Serie A				111.111	8,33%
Inversionista Serie B				222.115	16,66%
<b>Total</b>	<b>850.000</b>	<b>50.000</b>	<b>100.000</b>	<b>333.226</b>	<b>100%</b>

Explicado lo anterior, veamos el impacto real de la cláusula distinguiendo dos situaciones.

## a)

En el caso que el Inversionista Serie A decidiese ejercer su derecho de suscripción preferente en el segundo financiamiento (esto es, invertir el 10% del nuevo capital aportado), la cláusula no tiene ninguna incidencia, ya que dicho inversionista no solo no ve diluida su participación accionaria, sino que conserva todas las preferencias o derechos de su serie.



Sin la cláusula “pay-to-play”, el Inversionista Serie A no tendría todos los incentivos de concurrir al financiamiento, y en caso de no hacerlo, únicamente vería diluida su participación accionaria desde un 10% a un 8,33%, **conservando de igual forma todos los derechos de sus acciones preferentes**, incluyendo su liquidación preferente de 1,5 veces la inversión.

## b)

Ahora bien, los efectos de la cláusula se vislumbran cuando el Inversionista Serie A no concurren con su aporte al segundo financiamiento, en donde a su vez tendremos que distinguir si la cláusula “pay-to-play” ha sido acordada previamente con la compañía.



Por el contrario, con la cláusula “pay-to-play”, el Inversionista Serie A no solo vería diluida su participación a un 8,33% de la participación accionaria de la Sociedad, sino que acumularía un perjuicio adicional, esto es, la eliminación de todas las preferencias y/o derechos de sus acciones preferentes, incluida su preferencia de liquidación preferente. En este caso, el inversionista pasaría a ser titular de 111.111 **acciones ordinarias**.

### Evento de liquidación:

No obstante lo señalado anteriormente, la pérdida de las preferencias del Inversionista Serie A se puede asimilar de mejor forma, ante un escenario de liquidación, o venta de la empresa.

Supongamos ahora que a los 24 meses siguiente al ingreso del Inversionista Serie B en la Sociedad, todos los accionistas de esta última deciden vender la compañía a un valor total de US 5,000,000.- dado los malos resultados del negocio.

La distribución del precio de venta, en uno y otro caso sería de la siguiente forma:

#### ✘ Sin la inclusión de la cláusula *pay-to-play*

1. Inversionista Serie B, recibe USD 3,000,000.- (1,5x sobre US 2,000,000).
2. Inversionista Serie A, recibe USD 750,000.- (1,5x sobre US 500,000.-)
3. Restantes accionistas, reciben el saldo de USD 1,250,000.- a repartir a prorrata de su participación accionaria, recibiendo cada fundador el equivalente a USD 437.500.-

#### ✔ Con la inclusión de la cláusula *pay-to-play*

1. Inversionista Serie B, recibe USD 3,000,000.- (1,5x sobre US 2,000,000).
2. Inversionista Serie A, recibe USD 166,600.- (8,33% sobre el saldo).
3. Restantes accionistas, USD 1,833,400.- a repartir a prorrata de su participación accionaria, recibiendo cada fundador el equivalente a USD 630,000.-

Como se puede observar del ejemplo anterior, la diferencia de dinero a recibir por cada fundador radica en una suma equivalente a USD 192,500.- Ahora bien, en un escenario intermedio de venta de la Sociedad, por la cual un tercero la adquiera a un precio de de USD 10,000,000.- la distribución del precio de venta, en uno y otro caso sería de la siguiente forma:

#### ✘ Sin la inclusión de la cláusula *pay-to-play*

1. Inversionista Serie B, recibe USD 3,000,000.- (1,5x sobre US 2,000,000).
2. Inversionista Serie A, recibe USD 750,000.- (1,5x sobre US 500,000.-).
3. Restantes accionistas, USD 6,250,000.- a repartir a prorrata de su participación accionaria, recibiendo cada Fundador el equivalente a USD 1.640.625.-

#### ✔ Con la inclusión de la cláusula *pay-to-play*

1. Inversionista Serie B, recibe USD 3,000,000.- (1,5x sobre US 2,000,000).
2. Inversionista Serie A, recibe USD 583,100.- (8,33% sobre el saldo).
3. Restantes accionistas, USD 6.416.900.- a repartir a prorrata de su participación accionaria, recibiendo cada Fundador el equivalente a USD 1.684.436.-

Como se puede observar del ejemplo anterior, la diferencia de dinero a recibir por cada fundador radica en una suma equivalente a USD 43,811.-

Finalmente, en un escenario favorable para todos los accionistas, en el cual la compañía se venda a un precio de USD 15,000,000.-, la distribución sería de la siguiente forma:

### ✘ Sin la inclusión de la cláusula *pay-to-play*

1. Inversionista Serie B, recibe USD 3,000,000.- (1,5x sobre US 2,000,000).
2. Inversionista Serie A, recibe USD 1.249.500 (8,33% de USD 15M).
3. Restantes accionistas, USD 10,750,000.- a repartir a prorrata de su participación accionaria, recibiendo cada Fundador el equivalente a USD 2.821.875.-

### ✔ Con la inclusión de la cláusula *pay-to-play*

1. Inversionista Serie B, recibe USD 3,000,000.- (1,5x sobre US 2,000,000).
2. Inversionista Serie A, recibe USD 1.249.500 (8,33% de USD 15M).
3. Restantes accionistas, USD 10,750,000.- a repartir a prorrata de su participación.

En este caso, se puede observar que no existe ninguna diferencia para los fundadores con la inclusión de la clausula, dado que al Inversionista Serie A ya no le conviene su preferencia de liquidación de 1,5 veces su inversión (que le otorgaría USD 750,000.-), sino que prefiere obtener la participación accionaria a que tendría derecho, correspondiente a un 8,33% de la sociedad.

Por tanto, se puede concluir que la clausula en cuestión es de mayor incidencia en proceso de venta a un precio menor que las rondas de inversión efectuadas, y dicha incidencia va decayendo a medida que el precio de venta aumenta.

# la cláusula

Como el objetivo de esta publicación no es otro sino que el de orientar a fundadores locales en futuros escenarios de negociación con inversionistas, dejamos acá una clausula tipo de “*pay-to-play*”:

“

“Pay-to-Play: En caso de que tenga lugar una Ronda de Financiamiento Calificada (definida más adelante), se convertirán en acciones ordinarias aquellas acciones preferentes de la Serie A que estén en poder del Inversionista, siempre que este último no ejerza su derecho de suscripción preferente, en a lo menos, el proporcional a su participación accionaria, calculada dicha participación en el momento inmediatamente anterior a la Ronda de Financiamiento Calificada.

Para los efectos de esta cláusula se entenderá como Ronda de Financiamiento Calificada, al aumento de capital de la Sociedad siguiente al financiamiento del Inversionista, por el cual terceros no relacionados con la Sociedad efectúen aportes en dinero por a lo menos USD XXX, bajo una valorización pre-money de USD XXX.”

”