

Las ‘startups’ y el endeudamiento: innovar con un viejo paradigma

Rafael González-Gallarza, socio del Departamento Mercantil de Garrigues

Las ‘startups’ se fortalecerían si incurriesen en endeudamiento que redujese su dependencia del capital. En este artículo examinamos las ventajas de combinar deuda y capital como hacen las empresas tradicionalmente y analizamos, sobre todo desde el punto de vista jurídico, las dificultades y también las vías que se abren para encontrar fórmulas de endeudamiento adaptadas a las particularidades de las empresas incipientes o disruptivas.

1.1 Situación de partida: la dependencia de las rondas de capital

Las empresas tecnológicas incipientes e innovadoras (*startups*) se suelen financiar únicamente con capital, aportado por sus fundadores y por inversores especializados. En su fase de creación y arranque, la empresa consume caja aceleradamente para desarrollar la herramienta tecnológica o la invención que definirá e impulsará su modelo de negocio, construir su equipo humano y sentar el resto de las bases que le permitan atacar su mercado. Son meses e incluso años en los que la empresa no comercializa todavía sus servicios o productos masivamente y, por lo tanto, no tiene ingresos (o, de tenerlos, son testimoniales). Atravesar con éxito esta etapa es cuestión de vida o muerte.

No escasea el capital dispuesto a invertir en estos proyectos y asumir el alto riesgo inherente a ellos¹. Hay incubadoras, aceleradoras y redes activas de inversores, individuales y fondos profesionales, dispuestos a acompañar a los fundadores en esta etapa inyectando el capital necesario en sucesivas rondas, a medida que la empresa cumple sus hitos o *milestones* en su etapa de gestación y lanzamiento. Ahora bien, este capital es prácticamente la única fuente de financiación a la que recurren las *startups*; no existe para ellas el endeudamiento en el sentido habitual del término.²

No entramos en las ayudas públicas (sean éstas en forma de subvención a fondo perdido o de préstamo en condiciones favorables), que pueden obtenerse y alivian en cierta medida las necesidades de financiación, ya que asumimos que se acude ya a todas las disponibles y no son el objeto de nuestras reflexiones.

¹ Según Expansión, 14 de septiembre de 2020, a 30 de junio de 2020 había más de 1.150 millones de euros disponibles en España para invertir en *startups* y al menos 37 fondos de *venture capital* activos en nuestro país.

² No encontramos ningún registro ni estadística de operaciones de endeudamiento de *startups*. Es revelador que las cifras que difunde Prequin, agencia que difunde información e inteligencia sobre *private equity* y *venture capital*, sí informa y cuantifica el crecimiento de los llamados fondos de deuda. Ahora bien, en este segmento, Prequin identifica distintas tipologías de inversiones y fondos especializados en ellas, *distressed*, *mezzanine* y *direct lending* y no da cuenta de ningún segmento o tipología de préstamos o deuda de *startups*. Existen sin duda ya algunos fondos de *venture debt*, como se indica en el presente trabajo, pero no tienen todavía en Europa la suficiente importancia ni están activos en otros productos de deuda distintos del *venture debt*.



1.2 Razones de esta exclusiva dependencia de la financiación vía 'equity'

Hay muchas razones para esta dependencia extrema de la financiación vía *equity*. Hay explicaciones culturales y de experiencia e inclinación de los equipos humanos; los fundadores, por lo general, no tienen conocimientos ni experiencia en finanzas corporativas. Los inversores no exigen fuentes de financiación paralelas a sus aportaciones, quizás porque sus propios gestores se especializan y ciñen a su papel de accionistas, asumiendo el que corresponde a las fases de desarrollo en la que invierten y que se traducen en las series A, B, C e incluso D en las que participan.

Otra de las razones por las cuales dichos inversores no son, en términos generales, proclives al endeudamiento de sus participadas quizás sea que, en el momento de vender la sociedad, si se aplica un esquema habitual de valoración que asume que la empresa no tiene caja ni deuda financiera (*cash free, debt free*), la existencia de esta última implicará, casi siempre, un ajuste a la baja del precio de venta. En efecto, el importe de la deuda difícilmente se verá compensado por la caja disponible ya que, como sabemos, los ingresos de este tipo de sociedades no suelen ser significativos y sí lo es el consumo de caja. Ahora bien, aun así, recurriendo a la deuda, se puede reducir el capital invertido y, con ello, aumentar su rentabilidad en la desinversión, compensando así aquel eventual ajuste.

Generalmente, existe la sensación de que es imposible encajar modelos rupturistas y no testados en el ecosistema de la financiación vía deuda. La composición de los balances y la naturaleza de los activos de estas jovencísimas empresas, casi invariablemente intangibles, y el signo de sus cuentas de resultados impedirían su inserción en el mercado del crédito.

1.3 Inconvenientes de esta situación; la dilución y la merma de incentivos

Sin embargo, esta exclusiva dependencia del *equity*, tan característica, no es una situación necesariamente óptima. Insistimos que no es tanto la escasez del capital (probablemente hay capital capaz de absorber los proyectos elegibles) como los inconvenientes que ello crea para las empresas mismas, sus primeros inversores y la economía digital y científica en general.

Es un paradigma de la financiación corporativa clásica que conviene cubrir eficientemente las necesidades de financiación, recurriendo al capital y a la deuda en las proporciones y para las finalidades más eficientes y adecuadas en cada caso. Hay finalidades o niveles que es imprescindible o preferible financiar con *equity* y otros que invitan a acudir a recursos ajenos. Dentro de estos últimos existen muy diversas fórmulas que se pueden adaptar a las más variadas circunstancias y necesidades: endeudamiento comercial y financiero, de corto, medio y largo plazo, senior o subordinado, dentro y fuera de balance y garantizado o no, entre otras fórmulas.

Es hora de que este paradigma se abra paso también en el mundo de las *startups*. Es en efecto cuestionable que las *startups* solo encuentren encaje en la financiación vía capital. Las ineficiencias que ello acarrea son numerosas.

La primera es la dilución para los propios inversores. Los primeros de ellos, fundadores y *business angels*, son los que primero se arriesgan, poniendo sus limitados recursos en una etapa en la que se da la disyuntiva de que la empresa llegue o no a nacer y sobreviva a sus primeros pasos. Pues bien, si las siguientes rondas son exclusivamente de capital (nuevas acciones y prima de emisión), los altos retornos que esperan esos nuevos inversores, acordes por otra parte con la naturaleza y el binomio precio/riesgo del

instrumento que suscriben, provocan que la cuota de propiedad de quienes primero invirtieron se vea erosionada más de lo que ocurriría si la existencia de otras fuentes de financiación permitiese reducir el importe del nuevo capital levantado.

Por muy altas que lleguen a ser las valoraciones y las participaciones que conserven los fundadores y primeros inversores, siempre se podría reducir su dilución si se consiguiese levantar o incurrir en algo de deuda. No digamos, cuando el plan de negocio encuentra algún retraso o dificultad y nos encontramos ante un *down round*. La dilución entonces se multiplica, más aún si cabe por la aplicación de los mecanismos anti-dilución que se suelen pactar a favor de los inversores financieros en caso de *down round*³ que, en términos prácticos, conllevan que el porcentaje de participación de los inversores beneficiarios de esa protección no se vea reducido con motivo del *down round* y que, en consecuencia, sean los fundadores y los otros inversores iniciales quienes sufran una dilución mayor de la que de otro modo les correspondería.

Y ello sin hablar de las preferencias en la liquidación⁴ que se arrojan los fondos frente a los fundadores, que pueden reducir aún más las expectativas de estos últimos. Así, no es infrecuente el caso de *startups* incluso exitosas en las que, tras haber levantado múltiples rondas de financiación, coexisten numerosas “capas” de preferencia en la liquidación (cada una, por lo general, equivalente al importe invertido en cada ronda de financiación). En estos casos, la motivación de los fundadores puede verse negativamente afectada ya que la aplicación de dichas preferencias exigiría, en la práctica, un alto precio de venta de la empresa para que los fundadores llegaran a tener acceso al mismo⁵.

Todo ello penaliza a aquellos sin los cuales nada de todo esto sería posible: los jóvenes emprendedores y sus allegados. Hasta el punto que quién sabe cuántos proyectos se abandonan o no llegan a emprenderse porque los fundadores no encuentran suficiente incentivo económico.

Se trata por lo tanto de encontrar vías adicionales de financiación, presumiblemente con un perfil de riesgo algo menor para el financiador y a menor coste para la empresa e, indirectamente, para sus dueños. Si la empresa consigue cubrir una parte de sus necesidades de esta forma, podrá tomarse algo más de tiempo antes de organizar la

³ Existen diversas protecciones anti-dilución. En general, son exigidas por los inversores que entran en una primera ronda de capital en una empresa en la que hasta ahora solo han invertido los fundadores y quienes los apoyaron primero. Los inversores exigen que, si la siguiente ronda de capital se hace a una valoración inferior a la de su propia entrada, su porcentaje de propiedad se incrementará automáticamente, a costa del de los fundadores, para así compensar o reducir la dilución. Estas protecciones admiten varias fórmulas que se traducen en un mayor o menor impacto cuantitativo para los fundadores; la más habitual y menos punitiva para los fundadores es la denominada *broad based weighted average*. El mecanismo denominado *full ratchet* es el más oneroso para los fundadores e inversores iniciales y, quizás por esa misma razón, el menos utilizado en la práctica. Para ver un ejemplo de *antidilution provisions* puede consultarse el *term sheet* publicado por la *National Venture Capital Association* de los EEUU en su página 5 (<https://nvca.org/model-legal-documents/>).

⁴ Para entender mejor el concepto de preferencia de liquidación, puede consultarse la página 2 del modelo de *term sheet* publicado por la *National Venture Capital Association* de los Estados Unidos (<https://nvca.org/>) que incluye esta figura. Consiste, en esencia, en el derecho preferente de los inversores financieros, en caso de venta o liquidación de la compañía, a obtener con cargo al producto obtenido (sea precio de venta o cuota de liquidación) la recuperación de su inversión (e incluso, en supuestos excepcionales, hasta 2 o 3 veces la misma) antes de que los fundadores e inversores anteriores puedan recuperar la suya.

⁵ En estos casos, la motivación de los fundadores suele reforzarse por la vía de incrementos salariales o, más comúnmente, mediante el otorgamiento de opciones sobre acciones, *phantom shares*, bonus u otros instrumentos similares que permitan corregir, al menos parcialmente, el efecto negativo causado por la aplicación, en *startups* maduras, de las sucesivas preferencias de liquidación.

siguiente ronda de capital y podrá quizás reducirla en importe y mejorar algunas de sus condiciones.

Los fundadores podrán así salir mucho mejor parados en las rondas de capital que seguirán siendo inevitables, aunque menores en importe. Ello animaría a más jóvenes emprendedores a iniciar y persistir en sus proyectos.

1.4 Otros inconvenientes: insuficiente exposición al mercado y políticas de control

Además, el recurrir invariablemente al capital para cubrir el dinero que se va “quemando” puede generar tendencias sub-óptimas en la propia gestión y perspectivas de la empresa. Una de ellas es que la compañía se encierra demasiado en un modelo basado quizás en el éxito tecnológico y menos en el avance en hitos más comerciales y se pierde la capacidad de ir adaptando el rumbo a la vista de un entorno más “holístico”. Cambiar esta dinámica redundaría en la propia supervivencia de más empresas de este tipo, puestas en la tesitura de encontrar otros recursos financieros, bajo forma de deuda, de otras fuentes y orientarse más hacia el mercado como factor de viabilidad.

Además de esta mayor orientación al mercado, la coexistencia de la *startup* con prestamistas y proveedores de deuda en general la obliga además a una mayor disciplina de gestión ya que los mismos suelen en muchos casos insertar en sus contratos de financiación cláusulas por las que el financiado se obliga al cumplimiento de ratios o *covenants* financieros y a la entrega periódica de información financiera de calidad sobre la empresa. La *startup* quedaría así llevada a adoptar mejores procedimientos de control y disciplina, redundando en un mejor *governance* general de la misma.

Podríamos enumerar más ventajas del endeudamiento incluso de naturaleza fiscal toda vez que es bien sabido que el coste del endeudamiento es fiscalmente deducible y no el del capital.

1.5 Un entorno duradero de bajos tipos de interés y otros factores propicios

Por lo tanto, estas empresas ganarían mucho si identificasen y abriesen vías de financiación consistentes en pasivos exigibles y, en general, acudiesen a proveedores de deuda.

No olvidemos además que los escenarios de tipos de interés muy bajos o incluso negativos respecto de los mejores deudores han venido para quedarse⁶ y, por lo tanto, habría apetito en el mercado para una nueva clase de activo alternativo, concretamente deuda de *startups*, que ofreciese unas rentabilidades muy superiores a la deuda corporativa existente.

⁶ Puede consultarse la estadística sobre tipos de interés publicada el 2 de septiembre de 2020 por el BCE a julio de 2020 que sitúa el tipo de interés de los nuevos préstamos a empresas en el 1,51% anual así como el cuadro que muestra la evolución de los tipos desde 2003 y la constante tendencia a la baja en los últimos años que los ha llevado ya durante mucho tiempo a los niveles actuales.

Por otra parte la mayor parte las *startups* se dedican a actividades ligadas a la digitalización y perfectamente compatibles, cuando no conducentes, a la economía circular. Encajan pues muy bien en las preocupaciones de muchos financiadores por acudir a sectores sostenibles.⁷

1.6 Vías a explorar: dificultad en generalizar e inadecuación de la financiación bancaria y de los bonos tradicionales

¿Cuáles serían estas nuevas vías a explorar?

La respuesta no puede ser unívoca ya que cada empresa, cada modelo de negocio, cada tipología de productos o servicios y cada fase de desarrollo es un mundo.

Establezcamos una primera diferencia entre las *startups* dedicadas a las ciencias de la salud y la vida de las que buscan soluciones tecnológicas que permitan ofrecer masivamente nuevos productos o servicios digitales. Son actividades y circunstancias muy distintas y esa diferencia puede ser determinante a la hora de encontrar o no fórmulas de endeudamiento y cuales serían. Volveremos sobre estas cuestiones más adelante. Basta indicar ahora que las reflexiones que ahora haremos encuentran mejor acomodo en la segunda categoría de empresas que hemos descrito.

Ahora bien, sí podemos adelantar una serie de consideraciones generales que pueden ser útiles.

La primera es que la solución probablemente no esté en los caminos trillados de la microeconomía convencional.

Los bancos comerciales y sus redes habituales de distribución no van a ofrecer sus productos tradicionales; las pólizas de circulante, el descuento, el *confirming*, los préstamos y créditos convencionales. Estos productos están adaptados a pymes con modelos ya consolidados, necesidades de financiación corriente, con activos tangibles o fácilmente realizables e ingresos comerciales recurrentes. Muchas de estas fórmulas sencillamente no son ni concebibles o, si lo son, lo son por importes escasamente relevantes⁸.

⁷ Es de sobra conocida la preocupación general entre gobiernos y en los mercados por la economía sostenible y dentro de ello por las finanzas sostenibles. Así, por ejemplo, la Comisión de la Unión Europea ha adoptado un plan de acción en materia de finanzas sostenibles (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_18_1404). Más recientemente, el plan Next Generation Europe basado en los principios de acuerdo alcanzados por el Consejo de la UE en julio de 2020 con el objeto de revitalizar la economía de los países, muy afectados por los efectos de la pandemia del COVID-19, con un programa enorme de inyección de fondos desde el presupuesto de la Unión anuncia mucho dinero público para proyectos en los campos de la digitalización y transición ecológica, además de sanitarios (https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/recovery-plan-europe_es). Aunque los detalles de este plan son por ahora pocos y no revelan en qué medida podrán traducirse en préstamos y otras financiaciones a empresas es previsible que esta modalidad se adopte, incluso con financiaciones bonificadas. Ello, sin embargo, en el caso de España, está por ver.

⁸ Téngase en cuenta además que los incentivos en el negocio bancario dependen mucho de la regulación sobre los requerimientos de capital de las entidades de crédito (recogidos en el reglamento UE 575/2013). Los préstamos a *startups* realmente incipientes recibirían una ponderación muy alta como activo en riesgo y ello supone un muy alto consumo de capital y por lo tanto una penalización. Además, la medición del riesgo de crédito se basa mucho en modelos estadísticos que miran hacia la experiencia pasada lo cual encaja mal en el segmento innovador y sin precedentes de la deuda de *startups*. Mientras esta situación regulatoria no cambie, además de muchas otras razones, no cabe esperar que la banca comercial se movilice masivamente para ofrecer productos financieros convencionales a *startup* a través de sus redes de distribución habituales para pymes.

Tampoco podemos confiar en las emisiones de valores de renta fija en los mercados existentes. Los mercados más adaptados a bonos de pymes (como nuestro MARF) son poco aptos para *startups* propiamente dichas con modelos disruptivos aún pendientes de implantación⁹.

Descartaremos pues estas fórmulas, al menos en su expresión más común y estandarizada, para las fases más incipientes en el ciclo de vida de las *startups*.

1.7 Primera posibilidad: el “venture debt”

En Estados Unidos existen, sin embargo, bancos que prestan regularmente a *startups*¹⁰. Estos bancos aprovechan estas operaciones para ofrecer a las *startups* servicios de otro tipo, incluso de banca personal a fundadores y a ejecutivos. A medida que el sector y cada empresa crece, el banco amplía su negocio e introduce productos de banca de empresas más convencionales.

Este fenómeno, conocido como *venture debt*, no es totalmente desconocido en Europa donde aparecen fondos especializados¹¹, pero no tanto bancos comerciales¹², ya sea por desconocimiento, aversión al producto o falta de tamaño del mercado, aunque el ecosistema de empresas respaldadas por fondos de *venture capital* (VCs) (requisito, como se indicará, normalmente necesario para acceder a este tipo de financiación) tiende a crecer por lo que esta última razón no podrá ser la primordial. Hay en Europa muchos VCs con apetito y la lógica y dinámica de las rondas es no dejar caer a la compañía para no perder lo invertido y cosechar lo sembrado, hasta la venta o IPO. Ese es un telón de fondo contra el que es concebible prestar.

Los préstamos *venture debt* se realizan una vez la empresa ha obtenido el respaldo de uno o más VCs, y a la espera y en la confianza de que seguirán otras rondas de inversión y, finalmente, una salida en forma de venta o IPO. No se presta por lo tanto contra ingresos ni contra activos (de hecho, suele decirse que lo que realmente importa a los proveedores de *venture debt* es la identidad de los VC's que han invertido en la sociedad deudora y no tanto su modelo de negocio y garantías de repago); estas *startups* ni siquiera facturan regularmente. El acreedor verá su préstamo devuelto en el momento de la venta de la *startup* o con el producto de la siguiente ronda de financiación de ésta (o aceptará refinanciarlo a la vista del respaldo constatado y la confianza en rondas posteriores).

⁹ MARF es un mercado en el que emiten empresas de tamaño medio con modelos de negocio y fases de desarrollo relativamente consolidados. No son tanto las exigencias regulatorias, que son flexibles, las que determinan esto sino más bien la posibilidad de que la emisión se suscriba con éxito. Para ello, hay que saber que los bancos colocadores son las entidades habituales y los inversores a los que acuden son inversores institucionales no especializados en *startups*. Sería por lo tanto necesario un cambio muy radical para que pudiese concebirse que las *startups* en sentido estricto acudan al MARF.

¹⁰ Es el caso de Silicon Valley Bank, Comerica, PacWest, Western Technology Investment y otros.

¹¹ Un ejemplo ellos es el fondo Kreos Capital, activo en Europa e Israel. El quinto fondo de esta gestora se cerró en 2013 con un capital comprometido de 240 millones de euros que presta a empresas tecnológicas *high growth*. Aunque este fondo aparece citado por diversas fuentes en el contexto del *venture debt* desconocemos si la mayor parte de sus operaciones corresponden a esta categoría en los términos en los que la hemos descrito.

¹² Supimos sin embargo que Barclays se lanzó al *venture debt* en 2016/2017 aunque lo hizo a través de un fondo que promovió con un tamaño de 200 millones de euros.

El tipo de interés de este tipo de préstamos es sustancialmente más alto que el ofrecido por la banca tradicional, situándose fácilmente por encima del 10% anual (no olvidemos que el riesgo asumido por el acreedor, a la luz del perfil del deudor, es sustancialmente más alto de lo habitual).

El *venture debt* consiste pues en préstamos puente a la espera de concluir la siguiente ronda o en la confianza de que sucederán otras, o incluso la venta final de la empresa o una salida a bolsa de la misma: así, son líneas, incluso de medio plazo, que no solo anticipan, sino que sustituyen en parte a las aportaciones de capital. Son senior respecto del capital y ello permite a los prestamistas ofrecer tipos y comisiones que, aun siendo más altos que los de la banca tradicional, son más económicos que el coste de capital de los inversores. Ahora bien, suelen incorporar un *warrant* que da la opción al financiador de suscribir un número de acciones determinado a un precio prefijado (normalmente el importe total a suscribir será equivalente a un pequeño porcentaje del principal del préstamo otorgado y el precio unitario de suscripción será el precio por acción de la ronda inmediatamente anterior a la suscripción de la financiación *venture debt*). De este modo, además de la pura remuneración del capital inherente al préstamo, el proveedor de *venture debt* obtiene un rendimiento adicional, en ocasiones no menor, por la diferencia entre el precio por acción en el momento de la venta o salida a bolsa de la sociedad y su coste de adquisición.

Con todo, el conjunto es bastante menos diluyente para los fundadores y los primeros inversores que si todo se financiase con capital.

Estos préstamos tienen, en la mayoría de los casos, garantías reales (típicamente sobre la propiedad intelectual e industrial de la empresa) y pueden coexistir prestamistas *senior* y *junior* entre sí. Ahora bien, todo ello se ofrece de manera estándar desde las páginas web de estos bancos y los costes de transacción, aun siendo más altos que en las financiaciones tradicionales, son asumibles.

El *venture debt* se acerca mucho a una financiación puente hasta la consumación de las siguientes rondas de capital o la venta o salida a bolsa y, por lo tanto, no es una fórmula autónoma e independiente. Ningún proveedor de deuda es indiferente ante los niveles de capital de la empresa deudora, pero es preferible que las soluciones que ofrezca estén lo menos condicionadas posible a la obtención o mantenimiento de altos niveles de capital. Debemos por lo tanto explorar fórmulas que vayan más allá y se distancien más de las rondas y que permitan reducirlas¹³.

1.8 Importancia de las garantías reales

Pero, en esa búsqueda de nuevas fórmulas de deuda, recordemos algo que ya hemos dicho respecto del *venture debt* y que allanará el camino hacia esas otras fórmulas, o será incluso una condición imprescindible. Nos referimos a las garantías reales. El prestamista de *venture debt* exige garantías de primer rango.

¹³ Ha surgido muy recientemente una nueva empresa, llamada Uncapped, que anuncia que su actividad es conceder préstamos a *startups* sin interés, aunque con una comisión equivalente a un porcentaje del préstamo. La empresa prestamista dice realizar una predicción de ingresos de su cliente y el calendario de amortización del préstamo se acompaña a esa predicción. Sería pues un primer ejemplo interesante que podría acercarse a los que desarrollamos a continuación en este artículo ya que Uncapped parece poner el foco, no en las futuras rondas de capital, sino en los ingresos esperados de la *startup*. Véase la página web de Uncapped: <https://weareuncapped.com/>.

Quiere con ello mitigar el alto riesgo de crédito que asume y reducir, sino la probabilidad de impago (es decir, las posibilidades de que el deudor incumpla alguna de sus obligaciones de pago) al menos sí, la severidad de la pérdida que ello acarreará. Ello se consigue con garantías reales sobre los activos o derechos de la empresa que le permitirán, en caso de incumplimiento, realizar esas garantías y obtener alguna recuperación.

En la mentalidad del proveedor de *venture debt*, la obtención de esas garantías reales puede ser algo accesorio ya que es la mayor o menor confianza en la realización con éxito de una siguiente ronda o de una venta como fuente de repago, la que determina la decisión de prestar y la cantidad ofrecida. Las garantías se piden en todo caso, pero no son probablemente determinantes por sí solas.

Pero las garantías reales pueden coadyuvar a conseguir otras fórmulas de deuda distintas del *venture debt*. Ello forma parte de los paradigmas clásicos de la financiación corporativa según el cual la empresa menos solvente accede al crédito en la medida en que ofrezca garantías reales. Así, en la medida en que la *startup* pueda ofrecer un paquete de garantías reales más confiable podrá abrirse más el abanico de posibilidades de conseguir endeudamiento. Esta puede ser una de las palancas que puede hacer girar el mecanismo. Por lo tanto, es conveniente, siempre y en todo caso ahondar en la búsqueda de garantías valiosas y eficaces.

La *startup* debe estar por lo tanto dispuesta a ofrecer garantía real de primer rango sobre todos sus activos; esto se traduce en que se constituyen prendas o, en su caso, hipotecas sobre las cuentas bancarias y sus saldos, cualquier factura o cuenta a cobrar (incluyendo el derecho al cobro de devoluciones fiscales)¹⁴, sus activos tangibles y sobre los derechos de propiedad industrial o intelectual de los que pueda ser titular la empresa.

1.9 Nuevas garantías sobre intangibles

Sabemos sin embargo que la *startup* tiene pocos activos y ningún (o mínimos) ingresos. Merece por ello la pena hacer una reflexión sobre el elenco posible de garantías reales que pueden ser ofrecidas, más allá de las escasas posibilidades que surgen de un primer examen, para robustecer lo más posible el conjunto de ellas. Esta reflexión nos puede llevar a situaciones y figuras nuevas o fronterizas o incluso a identificar casos que necesitarían de cambios legislativos.

Empecemos por los intangibles: entre los activos intangibles de la compañía, cabe desde luego gravar en favor de los prestamistas las marcas, patentes, modelos de utilidad, diseños industriales y derechos de propiedad intelectual (copyright o derechos sobre software).

Ahora bien, además de estos derechos y muchas veces en ausencia de ellos (las *startup* generalmente pueden no haber consolidado todavía estos signos distintivos o creado estas invenciones) es conveniente pensar en figuras intangibles distintas y menos conocidas, que sí pueden estar a disposición de la empresa incipiente.

¹⁴ Existen algunos proveedores especializados que ofrecen la compra (al descuento) del derecho de las *startups* a obtener deducciones fiscales derivadas de los gastos de I+D incurridos por éstas en el desarrollo de sus productos o servicios, siendo lo anterior una manifestación más de la posibilidad de movilizar (y monetizar) créditos fiscales.

Una de ellas son los secretos empresariales (*trade secrets*), figura más flexible que la patente y que consiste en la posibilidad de obtener un derecho de propiedad y uso exclusivo sobre todos aquellos elementos que constituyen el *know-how* de la empresa siempre y cuando tengan valor empresarial y sean objeto de severas medidas tendentes a proteger su confidencialidad¹⁵.

Siempre será conveniente para la empresa identificar y documentar sus secretos para asegurar así su propiedad exclusiva sobre ellos; hecho esto, los secretos así reflejados deberían ser susceptibles de ser pignorados o dados en garantía y sumarse así al paquete de garantías ofrecido.

Este es un capítulo que merece un estudio aparte para profundizar en los aspectos sustantivos y formales del proceso de documentación de los secretos, como paso previo, y de posterior gravamen. En particular sobre las cláusulas que debe contener el instrumento, su reflejo en escritura pública, el registro competente para su inscripción o, en su caso, cualquier otra formalidad para su constitución y plena eficacia frente a terceros y, sobre todo, los mecanismos de ejecución de la garantía y de realización de su valor económico por el acreedor.

También podemos considerar los llamados derechos *sui generis* sobre bases de datos, derecho intangible relativamente novedoso y del que no pocas *startups* pueden disfrutar. Igualmente es concebible que, siendo un derecho reconocido al titular y teniendo un contenido patrimonial claro, debe poder ser objeto de un derecho real de garantía. Este es también una figura que merece la pena estudiar en más detalle¹⁶.

1.10 Garantías sobre ingresos futuros

Otro de los elementos patrimoniales sobre cuya pignoración o gravamen debemos reflexionar son las cuentas a cobrar y los derechos de crédito en general. El desafío reside aquí en que, por hipótesis, la empresa no factura todavía recurrentemente sus servicios. ¿Cómo puede entonces extraerse de aquí una garantía?

Técnicamente, nos tenemos que ir a la figura de los créditos futuros (presentes y reflejados en balance no hay o, si los hay, son de cuantía poco significativa) y ver si cabe construir la garantía sobre ellos. El modelo y plan de negocio identifica sin duda con suficiente precisión conceptual cuáles van a ser los clientes e ingresos de la empresa (anuncios publicitarios o precios por la venta de sus productos y servicios con indicación del tipo de clientes a los que van dirigidos e incluso quizás con identificación de los mismos, al ser menos, en modelos *btb*).

El problema es que, aunque tengamos una idea empresarial clara de qué tipo o quienes serán nuestros clientes, nuestro ordenamiento jurídico es reticente a la hora de ceder o pignorar créditos meramente futuros. Nuestro derecho exige, para la válida constitución de una prenda sobre ellos, que exista al menos, al tiempo de constituirse la garantía y en todo caso antes de que la empresa que la constituye entre, en su caso, en concurso de

¹⁵ Los secretos empresariales son objeto de reciente regulación por la directiva 2016/943 relativa a la protección de los conocimientos técnicos y la información empresarial no divulgados (secretos comerciales) contra su obtención, utilización y revelación ilícitas. La directiva ha sido desarrollada en España a través de la Ley 1/2019, de 20 de febrero, de secretos empresariales.

¹⁶ Es interesante respecto de este derecho el auto de nuestro Tribunal Supremo de 31 de enero de 2018 que resolvió el litigio que enfrentaba a las firmas IMS Health e Infonis y que numerosos comentaristas describieron como un caso de uso y protección del *big data* farmacéutico

acreedores, un contrato u otra relación jurídica de la que nacerán las futuras facturas o derechos de cobro.¹⁷

En otras palabras, aunque el servicio no haya sido todavía prestado ni la factura emitida, el ingreso que se generará cuando ello ocurra quedará capturado por la prenda, en interés del financiador, con tal de que exista al menos, antes de que la empresa devenga en su caso insolvente, un contrato de suministro u otro instrumento o relación que sea la fuente de aquellos servicios, facturas e ingresos.

Existe un régimen especial para las operaciones de factoring realizadas por entidades de crédito, que permite incluso que tales contratos o relaciones que originen los créditos futuros no existan todavía con tal de que los derechos futuros que se movilicen nazcan en el plazo máximo de un año desde la constitución de la prenda (plazo bastante corto a nuestros efectos) al menos que los deudores de tales créditos ya hayan sido identificados.¹⁸

Pues bien, volviendo al régimen general, ¿cómo hacer cuando todavía no existe contrato entre la empresa y sus clientes y estos últimos no han sido además identificados individualmente (piénsese en masas de potenciales clientes)? Nos encontramos con una *startup* que sabe bien los clientes a los que quiere dirigirse y el tipo de servicio que les quiere ofrecer, pero no ha concluido los desarrollos tecnológicos imprescindibles para operar. ¿Habría manera de movilizar sus ingresos futuros ofreciéndolos en garantía a cambio de financiación para concluir esos desarrollos?

Para ello, sería jurídicamente necesario perfeccionar con el cliente un contrato o constituir una relación al amparo de la cual, en el futuro y cuando sea operativamente posible, los servicios serán prestados y facturados. Obsérvese que cabe introducir y jugar aquí con la figura de un distribuidor que actúe entre la *startups* y los clientes finales y con el que sí quepa sentarse a concebir ese contrato o relación.

La respuesta a esta pregunta dependerá de cada caso y de la creatividad o ingenio de las partes o de sus asesores. La *startup* debe pensar de qué manera puede anticipar, no ya los ingresos de efectivo por parte de clientes, pero sí al menos las operaciones comerciales que pueden anunciar o asegurar futuras ventas e ingresos reales. Cualquier acuerdo suficientemente concreto y explícito con los futuros clientes o incluso con terceros distribuidores puede servir de base a estos efectos.

Volvemos aquí a la diferencia anunciada en el apartado 6 entre una *startup* biotecnológica que pretende crear un fármaco y otra empresa tecnológica que crea una aplicación para ser usada por el público en general. La primera tiene a su disposición, a modo de contrato o relación, los contratos de licencia futura y demás figuras del negocio farmacéutico. Las otras en cambio se encuentran en otros entornos.

¹⁷ Véase el artículo 271.3 del texto refundido de la Ley Concursal. Lamentablemente el texto de este artículo no es exactamente igual al del artículo 90.1.6º del texto de la Ley Concursal anterior a la refundición operada por el real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo: la diferencia radica en el uso del verbo, “que hayan nacido” en lugar de “que nazcan” refiriéndose a los créditos futuros y al momento de la declaración del concurso. Esta diferencia arroja una cierta oscuridad, aunque hay muchas razones para interpretar que la lectura correcta de la Ley debe seguir siendo la misma. No tendría sentido interpretar que no quedarán capturados por la prenda los derechos futuros que nazcan después del concurso, aunque provengan de contratos anteriores al mismo, ya que, si fuese así, qué sentido tiene exigir que el contrato del que nazcan sí sea anterior al concurso. ¿O es acaso concebible que los créditos surjan antes del propio contrato que les da origen? Eso nunca puede ser así y es por lo tanto un absurdo empeñarse en que los créditos nazcan antes del concurso y, haciendo hincapié en ello, el contrato original también.

¹⁸ Este régimen tiene su origen en la disposición adicional tercera de la Ley 1/1999, de 5 de enero.

Nuevamente este es un tema sobre el que habrá que profundizar, pero las vías que se abren son muy interesantes. Una de las cuestiones clave a dilucidar es el grado de compromiso que debe asumir el futuro cliente o distribuidor respecto de las futuras compras (que sí serán facturadas) para que pueda decirse que existe ya un contrato o una relación jurídica de la que nacerá el derecho de crédito. Por ejemplo, ¿sería suficiente una simple manifestación de interés del futuro cliente? ¿Y una compra con derecho de arrepentimiento? ¿Sería jurídicamente suficiente que los futuros usuarios se inscribiesen en alguna suerte de club de futuros clientes, sin compromiso?

Si ello fuese posible, la *startup* podría solicitar financiación y dar en prenda los ingresos futuros que traerán causa de cualquiera de esos posibles instrumentos. La respuesta reside quizás en el nivel de compromiso asumido por el cliente o la intensidad del nexo causal entre las ventas que se realizarán y esas operaciones previas. En definitiva, de si existen los elementos básicos previstos en el Código Civil para la existencia de un contrato.

Obsérvese aquí que la cuestión jurídica puede se entremezcla con aspectos comerciales y de negocio ya que se trata en definitiva de acercar lo más posible la empresa a sus futuros clientes y “pre-vender” o al menos despertar un interés serio y documentado del futuro cliente por un producto o servicio que la empresa es capaz de describir, pero no de suministrar todavía por falta de operaciones de desarrollo. La empresa que se esfuerce en este sentido estará construyendo su propio éxito.

Es cierto que, además, la empresa deberá convencer al financiador para que crea, no solo en la eficacia técnico-jurídica de la prenda de derechos futuros que se le ofrece, sino, sobre todo, de la propia capacidad de la empresa de concluir los desarrollos pendientes y conseguir efectivamente esos ingresos anunciados o asegurados. La decisión del financiador dependerá sobre todo de esto último y la eficacia jurídica de la garantía será una segunda preocupación¹⁹.

Todos estos aspectos conectan con lo que veremos en los apartados 12 y 13 consistente también en la pre-comercialización de productos y servicios mediante *tokens* y las operaciones de *crowdfunding* en general ya que en ambos casos se trata en definitiva de que la empresa se adelante, busque y atraiga a personas dispuestas a facilitar préstamos o adelantar cantidades contra la expectativa o el derecho a recibir el propio producto comercializado por la *startup* o el flujo de efectivo proveniente de su adquisición por terceros.

1.11 ‘Vendor finance’

Además de todo lo anterior, la empresa debe esforzarse en conseguir financiación de proveedores; no pensamos tanto en la posibilidad de que los asesores y colaboradores de la empresa cobren en acciones (aunque esa es una fórmula de financiación a considerar) sino en la obtención de un verdadero crédito comercial.

¹⁹ A este respecto, en el plano operativo, deberá abordarse y regularse la necesidad o no, a medida que los ingresos vayan naciendo efectivamente, cobrándose y, por ello, extinguiéndose, de renovar o ratificar recurrentemente la prenda. Asimismo, deberá considerarse, desde el punto de vista comercial, las posibles incidencias derivadas de la comunicación de la constitución de la garantía a los deudores de la sociedad. Esta comunicación al deudor del crédito pignorado no es imprescindible, al menos en el derecho común, para la eficacia de la prenda y puede plantear complicaciones logísticas y comerciales. Ahora bien, en la medida en que el deudor a quién no se le ha notificado la cesión se liberará pagando a la *startup* y no al financiador, hay que establecer mecanismos, al menos contingentes, de notificación y sistemas de “barridos de cuentas” frecuentes para hacer llegar rápidamente al financiador los cobros realizados.

Para ello, también es importante ofrecer garantías jurídicas para que la contra-parte confíe en recuperar el valor del bien o servicio facilitado. Tratándose de bienes de equipo tangibles, las fórmulas clásicas de arrendamiento financiero y otras propias de la financiación de activos son siempre a considerar. La garantía reside en la conservación de la propiedad y capacidad de retomar la posesión del bien hasta el cobro de los aplazamientos.

Cuando se trata no de suministros de equipos sino de prestación de servicios, la cuestión se complica ya que el servicio prestado puede agotarse con su realización y no dejar un elemento patrimonial susceptible de recuperación o realización. Ahora bien, habrá que ver en qué medida la prestación puede generar algún derecho intangible de los que hemos tratado en el apartado 9 anterior y constituir así el objeto de un derecho real de garantía o una reserva de dominio.

1.12 ‘Crowdfunding’ de préstamos

Apuntemos también a esta posibilidad. El público en general conoce las plataformas de financiación participativa o *crowdfunding* que ponen en contacto a un gran número de pequeños inversores con empresas con proyectos innovadores y organizan operaciones de financiación, por importes individuales generalmente muy pequeños, pero que, sumados en gran número, alcanzan cantidades suficientes para pymes.²⁰

Pues bien, la gente suele pensar en que estas plataformas sirven a levantar capital, bajo forma de acciones o participaciones sociales. Conviene recordar que la figura está también legalmente concebida para préstamos.²¹ Es por lo tanto posible que las *startups* acudan a estas plataformas para solicitar financiación y convendría para ello que los profesionales que promueven y gestionan las mismas se interesasen por este nuevo mercado potencial. Se trata de entidades reguladas en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con intervención también, cuando se trata de préstamos, del Banco de España; por lo tanto, esta fórmula ofrece garantías de seriedad y seguridad jurídica.

1.13 Oferta inicial comercial

Indicamos también esta posibilidad que hemos llamado oferta inicial comercial para caracterizarla y no confundirla con las llamadas ICO (*initial coin offerings*). Las ICO han proliferado en los últimos años en ciertas plazas y consisten en la emisión de *coins* o *tokens* dirigida al público, generalmente con apoyo en la tecnología *blockchain*, a cambio de dinero de curso legal.

²⁰ El *crowdfunding* es una nueva forma de inversión que viene despertando interés en los últimos años. Véase en este sentido también las propuestas de la Comisión para abrir un mercado que permita a las plataformas operar en toda la UE (https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/crowdfunding_en).

²¹ Las plataformas de *crowdfunding* están reguladas en España en el título V de la Ley 5/2015 de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Sus artículos 74 y siguientes regulan los préstamos concedidos a través de estas plataformas.

Estas emisiones han tenido mala prensa y han sido objeto de muchas advertencias por los reguladores toda vez que, además del altísimo riesgo de las inversiones que ofrecen y del riesgo también de fraude o blanqueo de capitales, en la medida en que lo que se emita tenga naturaleza de valor o instrumento financiero, las operaciones pueden conculcar las leyes sobre folletos de emisión y mercados de instrumentos financieros, entre otras²².

Ahora bien, nos hemos fijado en estas ICO para constatar que, como dicen expresamente las advertencias y decisiones adoptadas por los reguladores internacionales²³, hay casos en los que las operaciones no merecen reproche regulatorio desde el punto de vista de la normativa de folleto o de mercados de instrumentos financieros. Ello es así cuando lo que se emite, los *tokens*, representan o incorporan el derecho a adquirir los productos o servicios de la empresa emisora, como parte de la economía real, una vez que estos sean producidos. Los suscriptores de los *tokens* son así en realidad potenciales o futuros clientes de la *startup*, que adelantan fondos para anticipar el pago por productos o servicios que la empresa todavía no está en condiciones de suministrar.

Poco se puede decir de manera verdaderamente contrastada sobre esta posibilidad más allá del dato importante de que, bajo ciertas condiciones, las autoridades de mercados y valores no consideran que deben intervenir, siendo competentes, en su caso, las autoridades de consumo u otras.

Ahora bien, este aspecto regulatorio es complejo y debe ser abordado con sumo cuidado. Aun en el supuesto de que lo que se ofrezca sea un *token* y no una cripto-moneda en sentido estricto, y exista pues un subyacente consistente en los propios productos y servicios no financieros de la *startup*, puede seguir existiendo un valor negociable o un instrumento financiero en la medida en que al suscriptor se le ofrezca un beneficio como consecuencia de la revalorización del instrumento o pagos asociados²⁴. En tal caso, la operación puede quedar sujeta a la directiva de folleto o a la directiva sobre mercado de instrumentos financieros (MiFID). Ello la haría prácticamente irrealizable para una joven *startup*.

Por lo tanto, necesariamente, la operación debe tener un carácter comercial y no convertirse en un depósito u otra forma de captación de ahorro público o una inversión. El público al que vaya dirigida debe tener un interés real en el producto o servicio en sí. La figura se acerca, pues, al tipo de estrategias que hemos descrito en el apartado 10, si bien, los fondos serían aportados por la clientela futura y no por un financiador a quien se le ofreciese los ingresos futuros como garantía.

²² De hecho, es habitual que los VC's impongan a sus participadas una prohibición expresa de acudir a esta forma de financiación.

²³ Véase en este sentido la advertencia hecha en nota de prensa de 17 de noviembre de 2017 por la CNMV, difundiendo la realizada por la autoridad de valores y mercados de la UE, ESMA por sus siglas en inglés.

²⁴ Es muy importante en este sentido la advertencia hecha por la CNMV en su nota de prensa de 8 de febrero de 2018 ya que trata de nuevo las ICO y entra en el detalle de cuándo o porqué una oferta de *tokens* puede asimilarse a una oferta de valores negociables. Mucho más recientemente, es relevante la iniciativa legislativa anunciada por la Comisión de la UE con su llamado "paquete de financiación digital", cuyos detalles pueden también configurar el marco normativo aplicable a las operaciones que estamos comentando (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_1684).

Ahora bien, alguna ventaja o aliciente económico debe brindarse a los suscriptores. Sabemos que este no puede consistir en un beneficio por revalorización ni en pagos o rendimientos que ofrezca la empresa: sí parece que la ventaja económico-financiera podría consistir en rebajas respecto del precio estándar de los productos en el futuro y, quizás también, en la posibilidad de renunciar a ellos o intercambiarlos con terceros a cambio del precio que entonces tengan una vez que los productos o servicios empiecen a entregarse.

Más allá de eso, quedarían por resolver diversas cuestiones contractuales y contables a la hora de diseñar una fórmula de este tipo en detalle. Merece la pena sin embargo tener en mente esta alternativa y seguir profundizando en ella.

1.14 Resumen y conclusiones

Hemos iniciado este documento explicando las ventajas que tendría que las *startups* se financiasen no solo con capital sino también con deuda, adoptando así el paradigma tradicional. También hemos reconocido que, paradójicamente, seguir el paradigma clásico exige fuertes dosis de creatividad e innovación para conseguir el encaje de este tipo de empresas, tan distintas de las demás, en el ecosistema de la deuda y el mercado del crédito.

Hemos examinado luego algunas vías y figuras a través de las cuales las *startups*, incluso las que se encuentran en fase incipiente (cercana o inmediatamente posterior a la realización de una ronda de capital serie A), podrían acudir al endeudamiento. Nuestro enfoque ha sido eminentemente jurídico.

El *venture debt* ha sido la primera de las posibilidades abordadas. Hemos descrito en qué consiste y qué financiadores lo conceden. Esta fórmula se caracteriza porque el prestamista confía que el préstamo será devuelto con el producto de una siguiente ronda de levantamiento capital o en el marco de una venta o salida a bolsa y, en general, en que los VC's seguirán apoyando a la *startup* y suscribiendo los aumentos de capital que necesite.

El examen del *venture debt* nos ha dado pie a una siguiente consideración, que juzgamos clave: la identificación de fórmulas para incrementar y robustecer el paquete de garantías reales que las *startups* podrían ofrecer a sus financiadores.

En este segundo aspecto, hemos abordado las garantías reales sobre activos intangibles, recordando las más consagradas (prenda o hipoteca de marcas y patentes o derechos de autor). Ahora bien, nos hemos propuesto también identificar otras figuras nuevas y que sí pueden estar a disposición de las *startups* precisamente porque las consagradas pueden no estar a su alcance por inexistencia o falta de consolidación del derecho de propiedad industrial o intelectual que les serviría de objeto.

Hemos apuntado así hacia dos posibilidades: la prenda o hipoteca de los secretos empresariales y la de los derechos sui generis sobre bases de datos. La principal conclusión a extraer en este sentido es que la comunidad jurídica debe estudiar en detalle estas y otras posibles nuevas figuras ya que, sin desconocer las dificultades que pueden encontrarse, ofrecen vías prometedoras. En definitiva, el estudio y la práctica de las garantías reales sobre los nuevos activos intangibles en la era digital son inaplazables.

Siguiendo con la búsqueda de garantías reales adaptadas a las características tan especiales de las *startups*, hemos propuesto un tercer frente consistente en la prenda de créditos futuros. La *startup*, en la fase que nos concierne, no presta todavía sus servicios ni factura pero lo hará llegado el momento y sabe además qué productos o servicios va a

ofrecer y a qué clientela. Estamos pues ante ingresos futuros y debemos plantearnos en qué condiciones podrían ser jurídicamente considerados como créditos futuros y, como tales, ser pignorados a favor de los financiadores de la *startup*.

Este examen nos ha permitido identificar el requisito jurídico para la validez de la prenda de créditos futuros; la existencia, antes de una eventual declaración de insolvencia de la financiada, de un contrato o relación jurídica de la que nacerán los créditos (principal aunque no exclusivamente cuentas a cobrar correspondientes a la facturación a clientes) en un futuro. Hemos examinado además las consecuencias y posibilidades prácticas de este esquema y concretamente qué tipo de acuerdos o arreglos puede realizar la *startup* con sus distribuidores o clientela objetivo, antes de estar en condiciones de proveer y facturar de verdad, para justificar que existe algún contrato o relación jurídica que originará en su momento la facturación.

La conclusión aquí es que invitamos desde luego a *startups* y financiadores a considerar esta posibilidad, respecto de la cual hemos observado que se da un alto grado de convergencia entre el aspecto jurídico y el comercial, siendo este último aún más decisivo que el primero. En definitiva, está vía supone que la *startups* se adelante lo más posible en la identificación y captación de sus clientes, aún antes de poder suministrarles y facturarles; una suerte de pre-venta o casi de sus productos y servicios.

El cuarto camino que se nos ofrece es el del *vendor finance*: conseguir financiación comercial de proveedores. Volvemos aquí a apreciar la importancia de ofrecer garantía jurídica de que el financiador podrá, en caso de impago, recuperar el bien o equipo suministrado (como ocurre por ejemplo en el arrendamiento financiero) o tendrá preferencia sobre el valor económico de su prestación.

La quinta vía examinada es la del *crowdfunding* de préstamos. Las llamadas plataformas de participación participativa no solo sirven para captar capital y emitir acciones o participaciones sino también para que la plataforma ponga en contacto a empresas con múltiples individuos dispuestos a concederle préstamos (en importes individualmente pequeños pero que sumados entre sí alcanzan sumas respetables).

Por último, hemos indicado que la *startup* puede plantearse emitir al público *tokens*, entendidos en nuestro caso como derechos a adquirir o consumir los futuros productos o servicios de la *startup* y a monetizarlos de alguna manera. Existiendo un producto o servicio comercial real y no financiero (el output futuro de la *startup*), como sustento de estas operaciones, y no habiendo beneficio por revalorización ni pago de intereses u otras rentas, no habría emisión al público de valores y, por lo tanto, no aplicarían las prohibiciones o condicionantes propios de estas emisiones ni captación de depósitos. La empresa hace algo más parecido a pre-comercializar y recibir adelantos a cuenta de futuros suministros de sus bienes y servicios. Ahora bien, estas fórmulas deben ser diseñadas con cuidado y seriedad tanto para evitar el riesgo regulatorio como erradicar sospechas de “venta de humo”.

Madrid, noviembre de 2020