

TÍTULO: Cláusulas que afectan las transferencias de acciones				
Nº	FECHA	MEDIO	SECCIÓN	PÁGINA
282987	2025-05-16	uddventures.udd.cl	On line	SP

Imagen 1/2



MUNDO EMPRENDEDOR

Cláusulas que afectan las transferencias de acciones

15 de mayo, 2025 / por **Francisca Martínez**

El ingreso de un inversionista VC a través de equity obliga a las partes a discutir y negociar sobre diferentes materias tales como la administración, información, vetos, no competencia, límite a las transferencias de acciones, entre otros. Esta última materia es de las más relevantes ya que se relacionan, principalmente, con quiénes son y/o serán titulares de las acciones, cómo y cuándo se pueden transferir las acciones, quiénes tienen derecho a adquirirlas, y así.

Con todo y aun cuando para muchos estas cláusulas sean habituales, para los emprendedores que inician su proceso VC, que recién están ingresando al ecosistema, pueden no ser familiares e, incluso, no tener claridad cómo funcionan y si existe la posibilidad de negociarlas. Para su tranquilidad, si es posible negociarlas y en este artículo explicaremos cuáles son estas cláusulas y que alternativas existen desde el punto de vista del inversionista o del emprendedor.

Right of first offer y right of first refusal o derecho de primera oferta y derecho de primera negativa

Right of first offer (derecho de primera oferta) corresponde al evento en que un accionista quiere vender sus acciones en la sociedad y para ello debe, primeramente, ofrecer dichas acciones al resto de los accionistas de la sociedad. De esta forma, se otorga un derecho para que el resto de los accionistas puedan adquirir esas acciones y mantener su propiedad "dentro de la compañía". En este caso, si los accionistas deciden no ejercer este derecho, el accionista vendedor podrá vender sus acciones a un tercero en condiciones que no pueden ser más favorables que las ofrecidas a los accionistas.

Right of first refusal (derecho a primer rechazo) corresponde al evento en que un accionista recibe una oferta de un tercero para comprar sus acciones en la sociedad. Para que dicho accionista quiera vender deberá ofrecer las acciones primero al resto de los accionistas bajo las mismas condiciones de la oferta que recibió del tercero. En este derecho se protege lo mismo, esto es, que el resto de los accionistas puedan adquirir esas acciones y mantener su propiedad "dentro de la compañía".

Ahora bien, es importante aclarar que en estricto rigor este tipo de cláusulas no afectan la cesibilidad de las acciones, sino que más bien establecen un procedimiento que debe seguir el accionista que quiere vender, teniendo como resultado que sus acciones se vendan a los otros accionistas o a un tercero.

Adicionalmente, es importante aclarar que este tipo de cláusulas beneficia tanto a emprendedores como inversionistas, ya que apunta a los accionistas cualquiera sea su calidad. Por lo tanto, el momento de negociar las cláusulas estas no suelen ser cláusulas muy discutidas o que, en un rol de asesores legales, le recomendaríamos a nuestro cliente no tener o no ceder.

Drag along right o derecho de arrastre

El **drag along right** corresponde al derecho de arrastre que se le otorga, en principio, a un accionista mayoritario que recibe una oferta de un tercero por la compra del 100% de la compañía. Este accionista podrá "arrastrar" al resto de los accionistas de la sociedad para que salgan a vender con él y se venda toda la propiedad de la compañía al tercero.

En este cláusula sí existen alternativas. Generalmente, en procesos de inversión VC, la lógica cambia un poco respecto de la estructura tradicional en el sentido de que, si bien existen mayoritarios y minoritarios, estamos frente a una situación donde el inversionistas desembolsa una gran suma de dinero a cambio de un porcentaje menor de participación (considerando el que podría haber obtenido en una operación de private equity) ya que tiene claro que es importante que los fundadores controlen la sociedad. Por lo tanto, no están sencillo como distinguir entre mayoritarios y minoritarios.

Considerando un proceso VC y desde la perspectiva del inversionista, usualmente se establece que este derecho se otorgará a los titulares de acciones preferentes que, en el proceso VC, corresponde a los inversionistas. La pregunta es ¿cómo lo ejecuto? ¿basta que parte de las acciones preferentes reciban la oferta? ¿deben ser todos los accionistas preferentes? En base a esto es que se puede ir "suavizando la cláusula" y es lo que indicaremos a continuación.

1. La oferta debe ser recibida por la mayoría de las acciones preferentes. Esto implica que, por lo menos, la mayoría de las acciones preferentes debe estar de acuerdo con la oferta, de lo contrario, no ejecutarían el derecho de *drag along* que se les otorga. Por lo tanto, de alguna forma, esto implica que exista un acuerdo entre los titulares de los accionistas preferentes, que hubo una revisión y análisis de la oferta y que, de alguna manera, si es conveniente para la mayoría de ellos, podría serlo también para los otros accionistas.

En consecuencia, incluir este tipo de ajustes en la cláusula protege a los accionistas que se verán arrastrados por la aceptación de la oferta por parte de los accionistas preferentes.

2. La venta debe ser sometida a votación y requerirá el voto favorable de la mayoría de las acciones ordinarias. Esta es una medida de protección para los accionistas ordinarios que no gozan de este derecho. Es decir, el derecho efectivamente se establece en favor de los accionistas titulares de las acciones preferentes, pero no podrán avanzar con la venta si no obtienen la aprobación de la mayoría de las acciones ordinarias de la sociedad.

Establecer este tipo de aprobaciones le da la oportunidad a los accionistas de acciones ordinarias a tener algo que decir respecto de la oferta recibida, a hacer el mismo análisis que harían los accionistas titulares de acciones preferentes según se indica en la letra a) anterior.

3. Para que se pueda ejecutar la venta se requiere la venta sea equivalente a x veces la inversión, a x veces EBITDA o cualquier indicador económico. Esto garantiza que la oferta tendrá un piso, es decir, se establece un mínimo aceptable para que la venta de las acciones se materialice. No cualquier oferta permitirá que el titular del derecho lo ejerza y obligue a los demás a vender.

Sin duda esta es un protección para aquellos que no gozan del derecho y que, en consecuencia, bajo este tipo de cláusula se verían "arrastrados" a vender. Se acuerda en la negociación cuáles serían los índices económicos que permitirán determinar si la oferta es aceptable y que, en consecuencia, se pueda ejecutar el *drag along*.

TITULO: Cláusulas que afectan las transferencias de acciones				
Nº	FECHA	MEDIO	SECCIÓN	PÁGINA
282987	2025-05-16	uddventures.udd.cl	On line	SP

Imagen 2/2

Tag Along right o derecho a adherir

Por su parte, *tag along right* es un derecho que, en principio, se establece en favor de los minoritarios, es un derecho que les permite "adherir" a una venta de forma que tanto quien recibe una oferta como el titular de este derecho vendan en conjunto, a prorrata de su participación.

Esto implica que, si el accionista mayoritario recibe una oferta para comprar 40% de sus acciones, ese 40% no corresponderá solo a sus acciones, sino que será venderá parte de las acciones del accionista que recibe una oferta y parte de las acciones del accionistas que decide adherir a la venta.

Otras cláusulas referidas a las acciones que no necesariamente se relacionan con un procedimiento para vender, son aquellas que buscan asegurar la permanencia como titulares de acciones por parte de los emprendedores o darle facilidades al inversionista para salir de la sociedad. Nos referimos particularmente a:

Lock in period o bloqueo

Esto corresponde a un periodo de bloqueo dentro del cual los fundadores de la sociedad no pueden vender sus acciones. Esta suele ser una cláusula solicitada por los inversionistas y tiene como objetivo "asegurarse" que los fundadores mantendrán, por un periodo de tiempo, su participación en la sociedad y esto es de toda lógica, ya que se considera que el porcentaje de participación está directamente vinculado al interés y compromiso de los fundadores. Los fundadores son el gran activo de la startup, los inversionistas apuestan por ellos y por sus capacidad de avanzar con el proyecto y conseguir el tan anhelado *exit*, por lo tanto, para el inversionista es importante que se mantengan motivados.

Este periodo no es extenso, lo habitual es que sea un periodo de 2 años. Ahora bien, se hace presente que el hecho de expirar ese plazo no significa, en ningún caso, que los fundadores podrán vender libremente sus acciones. Lo que ocurre es que, expirado el plazo, los fundadores se sujeten a las otras reglas de limitación a la venta de acciones, que son las que mencionamos anteriormente.

PUT u opción de salida

Este tipo de cláusulas son frecuentes cuando el inversionista se trata de un fondo de inversión (sin perjuicio que no son exclusivas de este tipo de inversionistas). El objetivo de esta cláusula es que si el accionista se quiere "salir" lo pueda hacer y la sociedad (o los fundadores, dependiendo de lo que se acuerde) tengan la obligación de comprarles a un precio bajo.

Ahora bien, los fondos de inversión tienen interés en contar con esta cláusula porque, a diferencia de las sociedades, no tienen duración indefinida y, en consecuencia, después de determinado tiempo deben iniciar su periodo de liquidación. Por lo tanto, si no se ha logrado el *exit* antes de iniciarse el periodo de liquidación del fondo, éste debe contar con alternativas para poder liquidar sus activos siendo una de esas la venta de las acciones a la sociedad.

Con todo, no es una cláusula que necesariamente deba aceptarse. Es algo que se negocia y que no es inherente a un proceso de inversión VC, por lo tanto, los emprendedores si debiesen revisarla, sí debiesen negociarla o incluso, podrían no aceptarla.

En consecuencia, existen diferentes cláusulas que impactan la titularidad de las acciones y sus transferencias, por lo tanto, es clave que tanto emprendedores como inversionistas revisen y analicen dichas cláusulas antes de aceptarlas o para proponer ajustes o modificaciones que se alinean más con sus intereses.



ESCRITO POR

Francisca Martínez

Abogada PUC, máster en derecho financiera internacional de la Univ. de King's College London. Asociada del área de derecho corporativo/M&A y de VC. Especialista en transacciones, VC, stock options, rondas de financiamiento y estructuraciones corporativas internacionales.



LinkedIn