

# AAU

AMERICAN ANDRAGOGY  
UNIVERSITY





# Finanzas para emprendedores

Todo lo que necesitas saber para encontrar  
financiación y convertir tu idea en negocio

ANTONIO MANZANERA ESCRIBANO



EDICIONES DEUSTO

# Presentación

---

Me decidí a escribir este libro animado por el ejemplo de Juan Fernández-Aceytuno, *alma mater* de KnowSquare,<sup>1</sup> una «cooperativa de conocimiento» con la que tengo el gusto de colaborar siempre que puedo. Es justo que las primeras palabras de esta presentación lo reconozcan.

El mundo del emprendedor ha sido abordado en multitud de libros que recogen un saber que, a juzgar por las altas tasas de mortalidad de las empresas de reciente creación, los promotores parecen esforzarse en ignorar. Ciñéndonos al ámbito del arranque del proyecto empresarial, también son innumerables los títulos que describen cómo hacer un plan de negocio que sirva de guía al emprendedor y le ayude a conseguir financiación. Pero precisamente el acceso a esta financiación, y el modo en que tal proceso de búsqueda debe afrontarse, es una cuestión que en la literatura española no se ha tratado con la frecuencia que merece.

O al menos a mí me lo parece. En más de una ocasión he intentado encontrar algún título escrito por un autor español que

---

1 <http://www.knowsquare.es/>

explicase los entresijos de la financiación de la empresa de reciente creación y ese tipo de inversor tan huidizo, el capital riesgo.

El emprendedor diligente acude entonces a fuentes anglosajonas y ahí sí que dispone de muchas referencias. Algunas de ellas especialmente notables y mencionadas en la bibliografía comentada al final de este libro. Sin embargo, la realidad norteamericana y la española difieren en cuestiones básicas. Para empezar, la poca disponibilidad de inversores y dinero privado en nuestro país hace que numerosas recomendaciones de los textos anglosajones no sean aplicables. Si además añadimos la normativa que rige nuestras sociedades, la cuestión se complica aún más. Por eso soy de la opinión de que una obra escrita por un español y para un público español era necesaria.

Conviene no perder de vista el comentario anterior cuando el lector acuda a las fuentes americanas y compare lo allí escrito con esta obra. Posiblemente quede desconcertado ante las diferencias. Si estas son de carácter financiero siempre podrá cotejarlas con algún asesor. Para las dudas de carácter jurídico le recomiendo que revise la legislación española. Yo no he pretendido escribir un libro jurídico y cuando la cuestión se volvía espinosa he optado por citar la ley y no entrar en mayor detalle. En este sentido he contando con la ayuda de mi amigo Luis Malo de Molina, abogado del prestigioso bufete Praecepta Abogados de Madrid, a quien le agradezco de corazón sus valiosos comentarios.

Para hacer más comprensibles algunos conceptos a aquellos que no tengan una cierta base financiera, he incluido unas hojas de cálculo que espero que los aclaren. El lector más experimentado en esta temática apreciará que las hojas simplifican las cuestiones tratadas e, incluso, en algunos casos contienen omisiones que impiden su aplicación profesional. A ellos les digo que el propósito de tales modelos no es tal uso, sino servir de guía pedagógica. Se ha primado pues la claridad, habiéndose sacrificado el rigor económico y financiero que, sin duda, encontrará el lector en un asesor especialista.

Es complicado hacer generalizaciones en un mundo en el que cada actor se escribe su propio guión. No hay dos inversores iguales. He tratado de extraer pautas comunes de comportamiento y

describirlas en el libro. Por ejemplo, en un lugar explico que los inversores colaboran en la actividad comercial de sus participadas orientando sus políticas comerciales, pero no cogiendo el maletín y saliendo a vender sus productos. Pues bien, es posible que algún lector conozca algún caso de un socio financiero que haya salido a la calle a cerrar ventas para la empresa en la que ha invertido. Este libro no es inmune a los contraejemplos. Pero puedo argumentar que por cada caso aislado que se mencione contrario a los principios aquí descritos, en el mercado se encuentran otros muchos que los avalan.

La temática es amplia y el espacio breve. He tratado de incluir en el libro todos los aspectos relevantes en la búsqueda de financiación, y ello me ha obligado a ventilar algunas cuestiones en un solo párrafo. No he querido con ello minusvalorar su importancia, y si la situación del lector le obliga a profundizar en ellas conviene, nuevamente, que busque ayuda.

Para terminar, una nota terminológica: el capital riesgo que invierte en proyectos empresariales incipientes se denomina *Venture Capital*. A lo largo del libro uso esta expresión no solo como actor (inversor), sino como concepto. Y como tal concepto empleo el término referido a fondos institucionales y a inversores particulares, salvo cuando en el texto hago diferencias entre ellos. Empleo asimismo como sinónimos los términos «*Venture Capital*», «inversor» y «socio financiero», haciendo referencia todos ellos a cualquier inversor en *startups*, ya sea un particular, una sociedad mercantil o un fondo de capital riesgo.

Emplearé también otro anglicismo, *startup*, para referirme a la empresa recién creada, generalmente de base tecnológica, que es la preferida del *Venture Capital*.

Los contenidos tratados en este libro provienen de mi entendimiento de la materia. En ese sentido soy el único responsable de los errores que pueda haber. Solo en muy contadas ocasiones he recurrido a fuentes externas, que he citado explícitamente en el texto. En este sentido agradezco al profesor Santiago Simón su amabilidad al autorizarme a emplear ciertos contenidos.

Por último, considero obligado hacer una referencia a mi paso por McKinsey & Company. De la firma me he llevado un conjunto

de técnicas y un método de trabajo que me han resultado fundamentales a lo largo de toda mi carrera posterior.

Espero que esta obra solvete las dudas iniciales de los emprendedores y, sobre todo, los empuje a un mayor deseo de conocimiento.

Suerte.

# Introducción

---

## El genoma empresarial

La voluntad de emprender un negocio, de llevar a la práctica una idea empresarial que a día de hoy solo existe en la mente de una persona, es relativamente infrecuente en el ser humano. De hecho, en España durante muchos años se ha considerado el acceso a la función pública como sinónimo de éxito profesional, pues tal logro permite al agraciado asegurarse unos ingresos más o menos fijos durante el resto de su vida laboral con independencia de la relevancia de su posición o la satisfacción que de ella extraiga. Por tal razón algunos pensamos que el emprendimiento es un gen muy raro en la sociedad española, y que tal gen, puesto en combinación con otras variables exógenas al emprendedor, en ocasiones da lugar a empresas generadoras de abundante riqueza. Y esto, no nos olvidemos, constituye la materia prima esencial del tejido industrial de una nación.

De hecho, la economía de un país descansa sobre las empresas que la sustentan. Por eso, el carácter emprendedor de una sociedad y el acceso a los medios que permiten traducir ese carácter en iniciativas concretas de negocio explica en gran medida la fortaleza de la economía de un país en comparación con la de otros. En el presente estudio no me propongo analizar los factores que

afectan, construyen o alientan la capacidad emprendedora de las personas (lo cual precisaría de consideraciones de carácter psicológico y sociológico), sino los medios que permiten al promotor poner en marcha su negocio.

Sin duda, entre los elementos más comunes y necesarios para el nacimiento de un proyecto empresarial, la financiación económica ocupa uno de los puestos más relevantes. Rara vez se juntan en una misma persona la voluntad de emprender y las ideas necesarias para la creación de una empresa de valor y los medios económicos necesarios para construirla y hacerla crecer. Sobre todo en el caso de esos jóvenes ingenieros, investigadores o profesores que en el curso de sus actividades académicas llegan al convencimiento de que tal o cual producto tendría una acogida positiva en el mercado y, por consiguiente, daría lugar a la generación de beneficios económicos.

Precisamente el paso de la idea, o formulación teórica de un concepto capaz de generar valor económico, a la constitución de una empresa que cuente con los medios técnicos y humanos necesarios para llevar al mercado tales productos o servicios es la razón que justifica la publicación de este libro. Todo negocio precisa de activos con los que trabajar y de recursos financieros que permitan su adquisición. El origen de esos recursos financieros puede ser variado, como veremos más adelante. Lo que suele ser común es la necesidad en la que se encuentran los equipos promotores en el momento de crear una estructura empresarial potencialmente generadora de valor económico.

Así, el emprendedor que tiene más o menos claro el objeto de su negocio se enfrentará con la trágica realidad de la carencia de recursos necesarios para su puesta en marcha. Existen diversas fuentes de financiación, casi todas ellas con un coste asociado y todas con bastantes dificultades en su obtención. Aquí nos ocuparemos en detalle de una de ellas, el capital riesgo. O, más concretamente, de una modalidad de capital riesgo destinada a la financiación de empresas en fase de nacimiento o arranque. Esta modalidad se denomina en inglés Venture Capital y constituye uno de los principales apoyos de los que dispone el equipo emprendedor a la hora de hacer realidad sus ideas empresariales.

El fenómeno del Venture Capital es relativamente joven en España, aunque la comunidad de emprendedores que conviven en viveros empresariales, incubadoras, parques científicos, universidades, etc., es consciente de su existencia y utilidad. Lo que sin embargo no suele ser de conocimiento común es la manera en que tales inversores piensan, deciden y se comportan. Este desconocimiento se une además a la desinformación a que puede dar lugar la lectura de la abundante bibliografía anglosajona que describe pormenorizadamente el modo en que operan los Venture Capital norteamericanos, cuyo modelo de funcionamiento difiere en muchos aspectos de la praxis española.

Sin embargo no es necesario acudir a situaciones en las cuales los promotores, confundiendo las realidades norteamericana y española, se sorprenden ante los rechazos que obtienen por parte de inversores de capital riesgo. Son mucho más frecuentes los casos en los cuales por mero desconocimiento, el emprendedor obtiene una negativa del Venture Capital y, sorprendido, reniega del capital riesgo acusándole precisamente de no tener ningún apetito por el riesgo.

Que un inversor opte por invertir en proyectos de capital riesgo, aportando fondos a cambio de capital social de una empresa y renunciando a las garantías propias de la financiación bancaria, no tiene necesariamente que significar que le guste jugarse su dinero en la ruleta. El inversor de capital riesgo medirá cuidadosamente los riesgos (a mí me parece mucho más adecuado llamarlos «apuestas») que está asumiendo al realizar una determinada operación. El emprendedor que no sea consciente de qué tipo de apuestas evalúa el inversor, cómo las evalúa y qué pretende con ellas, puede que tenga éxito a la hora de conseguir la financiación, pero tal éxito será debido única y exclusivamente al azar.

La presentación de toda oportunidad de inversión a un fondo de Venture Capital implica necesariamente la elaboración de un plan de negocio que recogerá toda la información necesaria para que el inversor pueda hacer una primera valoración de la oportunidad. A mi juicio todo plan de negocio debe contener dos partes, una estratégica y otra económica. En el apartado estratégico se recoge una serie de información necesaria para explicar las

fuentes de generación de valor de la empresa que se pretende crear. Tal información abarca, entre otros contenidos, la descripción del producto o servicio, un análisis de mercado que justifique la existencia de demanda, un estudio de la situación competitiva actual en términos de productos competidores y sustitutivos, la política de comercialización y marketing que seguirá la empresa para acceder al mercado, los medios de producción y aprovisionamiento, los recursos humanos involucrados o pendientes de involucrar en el proyecto, etc. No se encuentra entre los objetivos de este libro explicar cómo hacer un plan de negocio, pues la literatura sobre este tema es abundante y aquí sí son perfectamente aplicables los textos norteamericanos. Sin embargo, en otro capítulo de este manual expondremos con detalle algunos errores frecuentes que suelen cometerse en la elaboración del plan estratégico de la empresa.

El plan económico es igualmente importante pero, a diferencia de lo que ocurre con el capítulo estratégico, la enorme dispersión observada en su calidad solo puede explicarse por el desconocimiento de finanzas del que hacen gala los promotores que lo realizan. No es infrecuente escuchar a un promotor que, ante las evidentes carencias de su plan económico, arguye que su misión no consiste en llevar la parte financiera de su empresa, sino investigar, fabricar, vender... puede que tal pretensión sea cierta y que, con buen criterio, opte por dejar en manos de especialistas la gestión financiera del negocio una vez que está operativo. Sin embargo está cometiendo un error en su proceso de búsqueda de financiación. No solo demuestra una gran despreocupación por los temas económicos, lo cual no es recomendable en un empresario, sino que además no está facilitando al inversor el análisis de su propuesta de negocio, y así es imposible convencerle de que su *startup* le va a hacer ganar dinero.

Por eso, antes de entrar en los detalles del capital riesgo y, más concretamente, del Venture Capital es necesario detenernos en la primera piedra de toque que distinguirá un proyecto serio de otro que no lo es: el modelo económico. Comentaremos a continuación de dónde procede la importancia de tal informe y cómo elaborarlo de una manera sencilla y, sobre todo, útil para el inversor de una *startup*.

## **El modelo económico de la *startup***

El equipo promotor que considera la puesta en marcha de un negocio debe realizar un plan de empresa. Este plan describe en detalle la oportunidad de inversión explicando qué producto o servicio se comercializará, qué estrategia comercial seguirá la empresa, qué recursos humanos serán necesarios, qué sistemas de producción se emplearán, etc. En otras palabras, el plan de negocio marca las líneas básicas de actividad de la *startup*. Este aspecto estratégico del plan de negocio nos indica la primera característica básica del plan financiero: la necesidad de que este sea coherente con las iniciativas y objetivos definidos en el plan estratégico.

Dicho de otra manera: el plan estratégico no debe incluir ninguna iniciativa no presupuestada en el plan financiero y, viceversa, el plan financiero no puede de ninguna manera recoger inversiones, gastos o ingresos no previstos en el plan estratégico. El plan financiero es el reflejo económico del plan estratégico, y sus conclusiones en términos de necesidades de financiación o rentabilidad a futuro son aplicables al negocio descrito en el plan estratégico. Constituyen realidades inseparables.

Genera una sensación muy negativa en los inversores comprobar cómo, por ejemplo, los promotores describen en su plan de empresa la necesidad de contratar unos ingenieros de alta cualificación y posteriormente al revisar el plan financiero se aprecian unos sueldos de becario para tales profesionales. Otro error bastante frecuente consiste en aportar en el plan estratégico un calendario de lanzamiento de productos mientras que en el plan financiero se están presupuestando ventas en ejercicios anteriores al previsto para la salida al mercado.

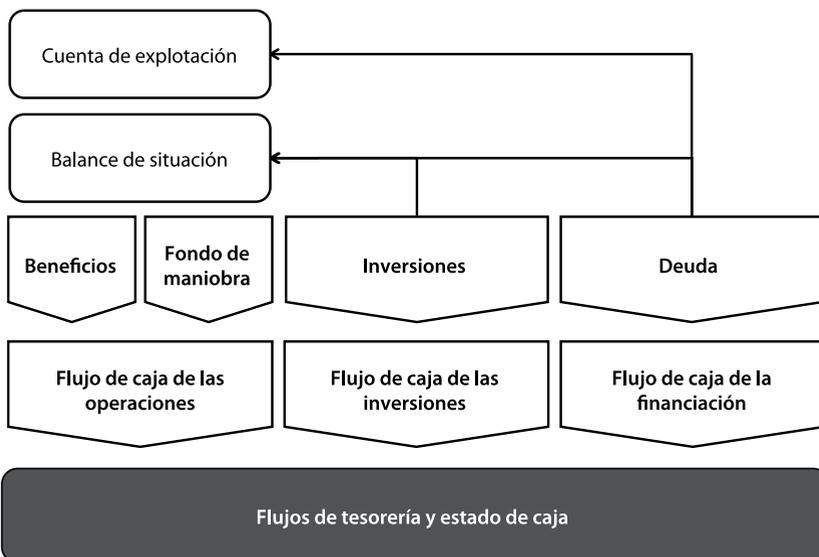
Otra característica básica del plan financiero consiste en su finalidad práctica. En ocasiones los equipos promotores prestan una gran atención al rigor de los números que realizan (manejando cantidades con dos decimales, por ejemplo), cuidando su corrección académica pero obviando elementos básicos para que el inversor sea capaz de valorar la oportunidad de negocio que están presentando. En definitiva, si el plan financiero no ofrece una respuesta a las preguntas fundamentales que todo inversor se hace al estudiar una oportunidad de inversión no habrá cumplido su misión principal, por muy riguroso y académico que sea.

Así, resulta muy poco útil un plan que no permita al inversor saber qué fondos necesita la empresa, a que irán destinados tales fondos y qué rentabilidad podrá obtener él de la inversión que va a realizar. Estas son las tres cuestiones básicas que debe abordar el modelo económico de la *startup*.

Para dar una respuesta satisfactoria a las tres cuestiones anteriores, el modelo financiero debe estar orientado al cómputo de la generación de caja de la *startup*, es decir, debe permitir al analista calcular cómo afectan las distintas hipótesis de partida a la tesorería de la sociedad. Los anglosajones suelen decir «cash is king» para subrayar la importancia del efectivo en la gestión de las empresas. La mayoría de los negocios que cierran al cabo de poco tiempo no lo hacen por quiebra derivada de pérdidas, sino por insolvencia o falta de liquidez. Así, para el inversor es fundamental saber desde el punto de vista del efectivo las necesidades de la empresa, cuándo tales necesidades serán mayores, cuánto dinero generará el negocio para recuperar su inversión, etc. Y para ello hay que calcular los flujos de caja.

A continuación se propone una estrategia para elaborar el modelo financiero, acorde con las consideraciones anteriores, y que se muestra resumida en el siguiente gráfico.

### Estrategia para hacer el modelo



Partimos de la base de que el punto de llegada son los flujos de caja y el estado de tesorería proyectados para el horizonte temporal considerado en el plan. El análisis del flujo de caja se compone de tres apartados: el flujo de caja de las operaciones, el flujo de caja de las inversiones y el flujo de caja de la financiación.

Trabajando hacia atrás, comprobamos cómo para calcular el flujo de caja de las operaciones necesitamos dos métricas financieras básicas, el beneficio de la empresa y la variación de su fondo de maniobra. Para disponer de ambos datos es preciso proyectar tanto la cuenta de explotación como el balance de situación. Del mismo modo, para el flujo de caja de las inversiones será necesario obtener una relación exhaustiva del inmovilizado que habrá que comprar durante el horizonte temporal del plan financiero, así

como el resto de las partidas capitalizables, en especial los gastos activables que analizaremos más adelante. Por último, para el flujo de caja de la financiación se necesita una hipótesis de solicitud y amortización de deuda, si bien en nuestro caso de *startup* que busca una primera financiación dejaremos esta hipótesis a cero por el momento.

Analicemos en primer lugar el balance de situación. El balance tiene dos partes, el activo y el pasivo, y muestra la situación patrimonial de la empresa en un momento determinado. Podríamos compararlo con una fotografía de la empresa que nos indica de dónde proceden los fondos que están financiando la sociedad en ese momento (pasivo) y la aplicación que la empresa está dando en la actualidad a tales fondos (activo). El total del activo y del pasivo deben coincidir (a esto se le llama «cuadrar»), pues los recursos de la sociedad (pasivo) tienen forzosamente que haberse empleado en un elemento de activo determinado.

En el siguiente gráfico se presentan las voces más habituales del balance de situación de una empresa.

---

## Balance de situación

---

El estado financiero que refleja la situación patrimonial de la empresa

Gastos de establecimiento  
 Inmovilizaciones inmateriales  
 Inmovilizaciones materiales  
 Inmovilizaciones financieras  
*Total activo fijo*

*Gastos a distribuir en varios ejercicios*

Existencias  
 Deudores  
 Inversiones financieras temporales  
 Hacienda Pública deudora  
 Tesorería  
*Total circulante*

**Total activo**

Capital  
 Reservas  
 Resultados ejercicios anteriores  
 Pérdidas y ganancias  
*Total fondos propios*

*Deuda a largo*

Acreedores comerciales  
 Remuneraciones pendientes  
 Hacienda Pública acreedora  
 Seguridad social  
 Cuenta corriente con socios  
 Otras deudas no comerciales  
 Acreedores a corto

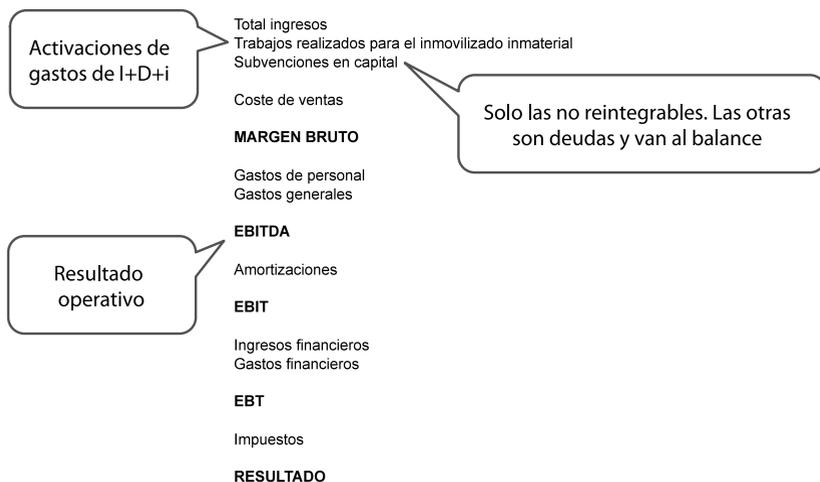
**Total pasivo**

Aplicación de fondos

Origen de fondos

La cuenta de explotación por su parte nos informa acerca del resultado obtenido por la compañía durante un período de tiempo determinado. Básicamente se parte de los ingresos que ha generado la empresa y se van deduciendo todos aquellos costes y gastos en los que ha incurrido en el curso de sus operaciones. En este gráfico se describen las principales partidas de una cuenta de explotación.

## Cuenta de explotación



Conviene notar que en el caso de una *startup* como la que nos ocupa es muy habitual que entre los ingresos se incluyan otros dos apartados: los «trabajos realizados para el inmovilizado» y las «subvenciones en capital». De los primeros nos ocuparemos más adelante. En el epígrafe de subvenciones en capital recogeremos aquellas ayudas y subvenciones no reintegrables (a ser posible, en el año en que se cobren, no en el que se concedan).

Para que nuestro modelo calcule adecuadamente tanto el balance de situación como la cuenta de explotación debemos trabajar de manera ordenada. En primer lugar es necesario llegar al resultado operativo de la empresa, también llamado EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*).<sup>1</sup> El resultado

1 Beneficios antes de intereses, impuestos, amortización y depreciación. La métrica equivalente española es el BAIIA, «beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones».

operativo no es más que el margen bruto (ventas menos costo de ventas) menos los costos de personal y demás gastos generales. En otras palabras, mide la capacidad de generación de valor del producto de la empresa, pues indica si los ingresos que le proporciona son suficientes para pagar todos los gastos necesarios para funcionar.

Esta métrica la encontraremos recurrentemente en nuestra actividad de búsqueda de financiación pues resulta fundamental para el potencial inversor, porque cuantifica la capacidad de la empresa de obtener beneficio de sus actividades normales.

## **Ventas**

Nuestro modelo financiero debe, pues, en primer lugar proyectar la cifra de negocio (ventas) que alcanzará la empresa año a año. Ya hemos indicado anteriormente que estas previsiones de ventas deben ser coherentes con el plan estratégico propuesto, de manera que los productos generen ingresos después de haber sido lanzados al mercado, en los países en los que entrará en cada momento, a los clientes que servirá en cada uno de los años, etcétera.

Hay dos formas de estimar los ingresos por ventas que se propone obtener la empresa, «de arriba abajo» y «de abajo arriba». El primer método consiste en realizar un cálculo global del mercado objetivo de la empresa y suponer que en cada uno de los años del plan financiero se va a conseguir una determinada cuota de mercado (esto es, un porcentaje del mercado total). Así, las ventas anuales serán igual al mercado total multiplicado por la cuota prevista. Este sistema es relativamente sencillo de computar si se tienen datos fiables sobre el tamaño y crecimiento del mercado objetivo. Sin embargo, resulta fácilmente atacable pues la cuota de mercado que los equipos promotores proponen es arbitraria y seguramente se prestará a discusiones con los potenciales inversores.

El método «de abajo arriba» es más laborioso aunque también más robusto. Consiste en realizar un presupuesto de ventas año a año, cliente a cliente, país a país, producto a producto. La suma de

todas estas ventas será igual a la cifra de negocio final del ejercicio. Es pues un sistema más exigente que el anterior, pero que al menos resulta más fácil de argumentar y, sobre todo, permite al empresario demostrar al posible inversor que tiene claro qué tipo de estrategias comerciales debe seguir la empresa y qué resultados previsiblemente conseguirán tales acciones en términos de ventas. Este sistema puede combinarse con el anterior (de arriba abajo) para comprobar que el presupuesto realizado no supone una cuota de mercado imposible de conseguir.

Por último, es muy recomendable que el modelo financiero desglose exhaustivamente todas las variables relacionadas con las ventas de forma que permita una fácil simulación y cambio de premisas básicas. Por ejemplo, poner en una hoja de cálculo que los ingresos del año son iguales a un precio multiplicado por un número de productos no es tan útil como plantear unas hipótesis de precio por geografía, precio por modelo de producto, precio por segmento de cliente... trabajando con el inversor podríamos modificar los números y comprobar cómo afectan tales hipótesis a la rentabilidad final del negocio y las necesidades financieras para su consecución.

## **Coste de ventas**

Bajo el epígrafe «coste de ventas» el promotor debe reflejar los costes directos de los productos vendidos durante el ejercicio. También aquí existen dos métodos para realizar estas estimaciones. Lo mejor de todo sería disponer de presupuestos reales de proveedores que demuestren al posible inversor la capacidad de la empresa de tener bajo control el coste de sus ventas. Cuando esto no es posible, otras *startups* suelen recurrir a comparables, planteando así el coste de ventas como el porcentaje de las ventas observado en empresas similares. En todo caso, es importante que las cifras proyectadas como coste de ventas sean razonables y justificables. Así, para argumentar que los costes disminuyen con el tiempo puede citarse el mayor poder negociador que va adquiriendo la empresa según va creciendo y que dará lugar a descuentos

y *rappels*. También puede ser que como consecuencia de la entrada en nuevos mercados o el lanzamiento de los productos en *pipeline*, el coste de ventas vaya aumentando, puesto que si esos nuevos productos tienen un margen inferior lo normal es que esto se refleje en los años en que salgan al mercado.

La diferencia entre ingresos de ventas y coste de ventas da lugar a una métrica muy importante, el margen bruto, que indica la capacidad del producto de la empresa para generar valor y pagar así el resto de costes de estructura. Hay por definición algunas industrias en las cuales el margen bruto es extraordinariamente elevado, por ejemplo en el *software*, donde una vez desarrollado el producto, vender licencias tiene un coste marginal casi insignificante. En cambio, en empresas de corte industrial en las que hay un uso intensivo de materia prima cara en procesos de fabricación se observan márgenes brutos más estrechos. En estos casos de bajo margen bruto, para que la empresa demuestre ser rentable la métrica fundamental será el volumen de negocio. Así, habrá que calcular la masa crítica necesaria para que el margen obtenido por las ventas sea suficiente para cubrir todos los costes de estructura y proporcionar al empresario un beneficio.

En general, aquellas empresas que operan en mercados altamente competitivos se enfrentan a este tipo de situación, viéndose obligadas a trabajar con márgenes muy estrechos. Un margen reducido es sumamente peligroso para la *startup*, pues encarece los fallos. Cada vez que la empresa comete un error y, por ejemplo, entrega una cantidad equivocada de producto el nivel de ventas que tendrá que realizar para subsanarlo será mayor que las necesarias si los márgenes son altos.

## **Gastos de personal**

Después de calcular el margen bruto, el emprendedor debe reflejar en el modelo económico los gastos de estructura de la empresa. El primero de ellos es el coste de personal.

Para un correcto modelado de los costes de personal hay que elaborar un calendario de contrataciones. Uno de los errores más

frecuentes de los equipos promotores cuando realizan un plan de negocio consiste en suponer que todas las personas deben estar incorporadas en la empresa desde el momento de su creación. Esto, aparte de suponer un peso financiero importante para la compañía, es irreal, pues lo normal es que los recursos se vayan incorporando a medida que la empresa los va necesitando. El calendario de contrataciones debe hacerse muy detallado, persona a persona si la empresa tiene un tamaño reducido, o por lo menos categoría profesional a categoría profesional si es que la plantilla va a ser amplia.

Una vez que tenemos qué personas (o perfiles profesionales) deben incorporarse a la empresa cada año es preciso presupuestar su «coste empresa», esto es, el sueldo bruto más las cargas sociales a cargo de la empresa. Aquí nuevamente tenemos que revisar lo planteado en el plan estratégico y si, por ejemplo, en nuestro negocio lo fundamental es tener tres investigadores en biomedicina de primer nivel en plantilla es imprescindible trabajar con la hipótesis de que la retribución prevista para estos perfiles se encontrará en el rango más alto de la escala habitual para estos profesionales. En general es una buena práctica no escatimar en gastos de personal esencial y presupuestar a un buen equipo de profesionales. Además, por motivos de prudencia, se suele suponer que las personas entran en la empresa a mediados de año, de manera que durante el primer ejercicio en que prestan sus servicios se carga a la sociedad el 50% de su coste anual. Por supuesto, esta no es una regla fija y el equipo promotor puede (y debe) reflejar una situación distinta en caso de que se tenga cierta seguridad de que la realidad impondrá tiempos de incorporación diferentes.

Por ejemplo. Un cuadro de contratación podría ser este, en el que figura el número de personas por puesto que cargarían sus costes cada año:

<b>Posición</b>	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>
Director gerente	1	1	1
Ingeniero	0,5	1	1,5
Administrativo	0	1	2

En este cuadro, a mediados del primer año se contrata un ingeniero, a principios del año dos se incorpora a la empresa un administrativo, a principios del tercer año lo hace otro administrativo y a mediados entra otro ingeniero.

Por último, es importante que el equipo promotor sea cauto a la hora de fijar su propia retribución. Los inversores suelen ser muy reacios a aceptar sueldos de primer nivel para emprendedores en las rondas iniciales de financiación de un negocio, pues sería equivalente a una compra de participaciones cuando lo que pretende hacer el Venture Capital es financiar el negocio. En general, la razón argumentada no es el mayor o menor mérito que los empresarios tengan para cobrar tales cantidades, sino el compromiso que estos deben mostrar con la empresa durante los momentos en que más necesitada de capital se encuentra. Retomaremos esta cuestión en el capítulo sobre el acuerdo de inversión.

Para concluir el modelado de los gastos de personal es preciso incluir las comisiones de la fuerza de ventas (como porcentaje de los ingresos o las unidades vendidas, por ejemplo) y los bonos pagaderos a los directivos.

## **Gastos generales**

En el caso de los gastos generales es preciso en primer lugar identificar aquellos que sean más relevantes para nuestro negocio, para lo cual el plan estratégico será nuevamente de gran ayuda. Por ejemplo, si para la distribución del producto es necesario acudir a las principales ferias del sector conviene presupuestar la participación de la empresa en cada una de ellas.

Otro aspecto importante que debe ser considerado es el empleo de las subcontrataciones. En la medida en que la empresa sea capaz de externalizar trabajos necesarios para el desarrollo de sus operaciones estará evitando aumentar los costes fijos de estructura. Esto es especialmente relevante en aquellos casos en los que la compañía todavía está operando por debajo de su

«punto de equilibrio», puesto que así se reduce su distancia con este.<sup>2</sup>

Con las subcontrataciones los promotores tendrán que reflexionar acerca de las competencias clave de la empresa que se están dejando en manos de terceros, evitando perder el control sobre sus ventajas competitivas. En general, recurrir a servicios profesionales de terceros favorece financieramente a la *startup* pues hace variable un coste que de otra manera sería fijo (si se tuviese que contratar personal propio, por ejemplo), y reducir los costes fijos aproxima el punto de equilibrio donde la empresa

- 
- 2 El punto de equilibrio marca la cantidad de producto que es necesario vender para que la empresa tenga un beneficio igual a «cero». En otras palabras, indica el volumen de ventas a partir del cual la empresa deja de tener pérdidas y entra en beneficios. Para calcularlo debemos considerar que una empresa tiene unos costes variables y unos costes fijos. Para explicarlo en pocas palabras diremos que los costes variables son aquellos que aumentan con las unidades vendidas mientras que los costes fijos son aquellos que la empresa soporta con independencia de las ventas. Por ejemplo, si nuestra empresa vende quesos un coste variable sería el de la leche que es preciso comprar para elaborar los quesos que nos han encargado. En cambio, un coste fijo sería el alquiler de la nave industrial donde producimos, pues tal coste no depende de los kilos de queso que vendamos y además debe pagarse incluso si no se vende nada.

Si los costes variables dependen de las ventas, podríamos decir que estos son:

$$CV = CVu \times Q$$

Siendo CVu el coste variable unitario por cada unidad vendida (en el ejemplo, cuánto cuesta la leche de un queso) y Q el número de unidades vendidas.

Lógicamente, los ingresos dependen de las ventas, y son:

$$I = P \times Q$$

Siendo P el precio y Q la cantidad (en nuestro ejemplo el precio de cada queso y el número de quesos que hemos vendido).

Pues bien, si sabemos que los costes totales (C) son iguales a los costes fijos (CF) más los costes variables (CV) y que el punto de equilibrio es aquel donde el beneficio es igual a cero, tenemos:

$$\begin{aligned} B &= I - C = 0 \\ (P \times Q) - (CVu \times Q) + CF &= 0 \\ Q^* &= CF / (P - CVu) \end{aligned}$$

Es decir, la cantidad del punto de equilibrio se obtiene dividiendo los costes fijos entre la diferencia entre precio y coste variable unitario (lo que en finanzas se denomina «margen de contribución», pues indica cómo contribuyen las ventas a cubrir los costes fijos y obtener beneficios).

Vemos que cuanto mayores sean los costes fijos más cantidad es necesario vender para alcanzar el punto de equilibrio y, por consiguiente, obtener beneficios.

empieza a obtener beneficios. Ahora bien, la *startup* tiene una propuesta de valor que justifica su presencia en el mercado y desde el punto de vista estratégico es esencial que tal valor esté totalmente protegido frente a terceros. Subcontratar actividades relacionadas con estas ventajas competitivas hace que la *startup* sea prescindible, pues nada impide entonces que los demás participantes en la cadena de valor del negocio realicen las actividades propias de la empresa eliminando así un intermediario y absorbiendo entonces su margen de beneficio. En otras palabras, una subcontratación mal planteada hace vulnerable a la empresa.

Los gastos generales deben proyectarse durante el horizonte temporal del plan empleando un crecimiento anual, por ejemplo el IPC o el porcentaje de incremento anual de la cifra de negocio (ventas). Para aquellos gastos que tengan la consideración de fijos, como por ejemplo los alquileres, puede aplicarse un crecimiento del IPC siempre y cuando el tamaño de la empresa no haga necesaria su ampliación o, en el caso de los alquileres, el traslado a unas oficinas de mayor tamaño. En todo caso, el criterio general para estimar los gastos generales debe ser nuevamente el de prudencia, pues en el fondo de lo que se trata es de determinar cuánto cuesta soportar la estructura necesaria para realizar las operaciones que cada año prevé el plan estratégico.

Por último, es necesario presupuestar una partida adicional de imprevistos en la que tengan cabida aquellas situaciones excepcionales en las cuales los costes de la empresa pueden resultar mayores de lo esperado.

La diferencia entre el margen bruto y los gastos generales se denomina resultado operativo o EBITDA. Esta métrica tiene una gran importancia para el capital riesgo, pues indica la capacidad de generación de beneficios que tienen las actividades normales de la empresa, con independencia de su estrategia financiera o la gestión de sus inversiones. En otras palabras, el EBITDA indica al inversor qué beneficio o pérdida obtendrá la empresa realizando sus operaciones comunes. Lo normal en una *startup* es que el EBITDA sea negativo durante los primeros

ejercicios porque se ha creado una estructura que precisa una masa crítica de ventas para generar beneficios y alcanzar tal cifra de negocio lleva tiempo. El tiempo que se tarda en alcanzar esa masa crítica es el tiempo que el EBITDA será negativo y, en líneas generales, un plan financiero en que tal plazo sea excesivamente largo creará desconfianza en el inversor pues o bien los costes planteados son excesivos, o bien la empresa no aporta al mercado valor suficiente para captar la clientela que la lleve rápidamente al punto de equilibrio.

## **Inversiones**

Una vez que el modelo financiero ha llegado al EBITDA, debemos trabajar en las inversiones, que no deben confundirse con los gastos operativos. Las inversiones son adquisiciones de activos que servirán para realizar las operaciones de la empresa y que permanecerán en esta más de un año.

Las inversiones pueden ser materiales o inmateriales según sea el activo que se está adquiriendo, un bien tangible en el primer caso (un ordenador personal, por ejemplo) o intangible, en el segundo (una licencia de *software*). Generalmente los equipos promotores realizan con bastante precisión este tipo de presupuestos. Nuevamente el emprendedor deberá revisar el plan estratégico para saber cuándo serán necesarias las incorporaciones de los elementos de activo, de manera que se apunte en el modelo económico su coste en el momento oportuno.

Una vez que se disponga de un plan anual de inversiones pueden calcularse las amortizaciones anuales que se llevarán a la cuenta de explotación. Para ello deben considerarse los plazos legales máximos establecidos para cada uno de los elementos del inmovilizado.

---

## Inversiones

---

Inversiones materiales

Inversiones inmateriales

Amortizaciones

Activo fijo

Cuenta de pérdidas y ganancias

Balance de situación

## Activación de gastos de I+D+i

La importancia de los gastos de I+D+i en las *startups* de base tecnológica hace necesario un inciso en este punto. La legislación española permite que determinados gastos de investigación, desarrollo e innovación se computen como inversiones y, por consiguiente, aparezcan en el activo del balance como una partida amortizable. Es decir, a pesar de ser gastos que figuran en la cuenta de explotación de la empresa, se permite que se «trasladen» al activo y que consten como inversiones realizadas por la empresa y no como mero gasto. Esta posibilidad de capitalizar partidas permite al negocio reducir las pérdidas anuales durante los años en que se encuentra en fase de inversión (evitando así el deterioro de los fondos propios) y reconociendo el hecho de que tales trabajos posibilitarán la generación de ingresos en ejercicios posteriores. La ley actual permite activar aquellos gastos de I+D+i que sean identificables en proyectos concretos, es decir, localizados en iniciativas individuales con objetivos claros, y sobre cuyo éxito (medido como sus posibilidades de generación de ingresos al futuro) haya expectativas razonables.

Los promotores deben ser especialmente cuidadosos a la hora de considerar en los planes económicos las activaciones de I+D+i. Así, es necesario que se consulte con un asesor fiscal o un auditor qué tipo de gastos pueden ser activables y seguir sus recomendaciones, puesto que en ocasiones los empresarios se llevan desagradables sorpresas al comprobar cómo la administración tributaria no acepta la activación de determinados gastos que el emprendedor consideraba claramente activables.

Además de determinar con acierto qué partidas de gasto se pueden llevar al activo, es preciso realizar los ajustes en el modelo económico de manera adecuada. Nuevamente conocer el modo en que se contabilizan estas activaciones facilita la elaboración correcta del modelo. Así, cuando se produce el gasto, la empresa realiza un apunte como este:

Cuenta de gasto a bancos (o acreedores).

Es decir, la empresa reconoce haber incurrido en un determinado gasto y que tal importe se ha satisfecho en metálico o se ha dejado pendiente de pago. El gasto se llevará posteriormente a la cuenta de pérdidas y ganancias y el abono en tesorería reduce el saldo del banco.

Cuando se activa este gasto, el apunte que se realiza es:

Inmovilizado inmaterial a trabajos realizados  
para el inmovilizado inmaterial.

En este caso se está realizando un cargo en una cuenta de activo, con lo cual cumplimos nuestro objetivo de llevar al balance el importe del gasto en cuestión. El abono se hace a una cuenta de ingresos, por lo que tal importe aparecerá en la cuenta de explotación aumentando el beneficio del año. Esa es la partida que aparecía entre los ingresos de la cuenta de pérdidas y ganancias, evitando que el resultado del ejercicio se redujera.

En efecto, si analizamos los apuntes contables vemos cómo el gasto que se ha activado no ha desaparecido de la cuenta de explotación, sino que se ha vuelto a apuntar como ingreso. El

resultado neto sobre el beneficio es cero, puesto que en la parte de ingresos suma y en la parte de gastos resta. En ocasiones los emprendedores realizan inadecuadamente la activación del gasto eliminándolo de la cuenta de explotación con cargo a la cuenta de activo. Es decir, se realiza este apunte:

Inmovilizado inmaterial a cuenta de gasto.

Esta práctica es inadecuada puesto que, a pesar de que la contabilidad sigue estando cuadrada, estamos haciendo desaparecer el importe de los gastos en la cuenta de explotación cuando en realidad sí se ha incurrido en esos gastos.

## **Fondo de maniobra**

El paso siguiente consiste en obtener las partidas principales para el cálculo del fondo de maniobra. Lo que tratamos de saber aquí es en qué medida la empresa consigue financiación de acreedores o está financiando a deudores o su propio inventario.

Por consiguiente, las principales voces del balance que los emprendedores deben analizar son: existencias y deudores, en el activo, y acreedores comerciales, en el pasivo. En el apartado dedicado a los impuestos estudiaremos otras partidas que también habrá que incluir en el fondo de maniobra. Por ahora consideraremos únicamente estas tres cuentas, las principales, para las que es necesario determinar su saldo final en el balance de la empresa.

- **Existencias:** es el importe de los inventarios de mercaderías o producción de la empresa. Una forma sencilla de estimar su saldo es mediante el ratio de rotación de inventarios (en caso de conocerse mediante datos sectoriales o estimaciones del equipo promotor del negocio). El ejercicio que debe hacer el emprendedor es calcular los días que de media estarán las mercaderías en el almacén. Así, se toma el importe de compras del ejercicio, se multiplica por el número de días de inventario y se divide por 365 días. Con

esta fórmula obtenemos la cifra total de compras realizadas y que previsiblemente al 31 diciembre se encontrarán en el almacén de la empresa.

$$\text{Saldo existencias} = (\text{Compras anuales} \times \text{N}^{\circ} \text{ días en almacén}) / 365 \text{ días}$$

- **Deudores:** el importe de esta cuenta se calculará de manera similar. Trabajando con una hipótesis de plazo medio de cobro a clientes en días, se toma la cifra de ingresos (con IVA), se multiplica por los días de cobro a clientes y se divide por 365. Conviene ser cauto a la hora de estimar los días de cobro a clientes, pues suelen ser superiores a los deseados. Además, este plazo puede cambiar a lo largo de los años en función de la naturaleza de los clientes que vaya adquiriendo la empresa. Por ejemplo, si a partir del tercer año se empieza a trabajar con clientes importantes es razonable suponer que los plazos de cobro se irán ampliando. Este es un nuevo ejemplo sobre la compatibilidad del plan económico que estamos elaborando con el plan estratégico de la empresa. Un error frecuente de los promotores es no considerar el IVA en el cálculo del saldo de la cuenta de deudores. El impuesto indirecto debe ser tenido en cuenta dado que las deudas de clientes a fin de año incluyen el IVA correspondiente.

$$\text{Saldo deudores} = (\text{Ingresos con IVA} \times \text{N}^{\circ} \text{ días de cobro}) / 365 \text{ días}$$

- **Acreedores:** análogamente, trabajando con una hipótesis de días de pago a proveedores se multiplica esta cifra por el coste de ventas (con IVA) y se divide por 365. Nuevamente debemos considerar el impuesto indirecto pues forma parte de la deuda que la empresa está asumiendo con sus proveedores.

$$\text{Saldo acreedores} = (\text{Coste de ventas con IVA} \times \text{N}^{\circ} \text{ días de pago}) / 365 \text{ días}$$

Vemos que en los tres casos determinamos los montantes de inventarios, cuentas a cobrar y cuentas a pagar pendientes de realizarse a fin de año. La variación anual de estos saldos, junto con otros análogos como «otros acreedores», «remuneraciones pendientes de pago»<sup>3</sup> y demás cuentas de impuestos, nos permitirá calcular la variación del fondo de maniobra que llevaremos al estado de flujos de caja, tal y como se muestra en este cuadro de ejemplo:

	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3
<b>Activo a corto</b>				
Existencias	100	120	150	140
Clientes	500	400	750	800
Hacienda Pública deudora	10	10	10	20
<b>Pasivo a corto</b>				
Proveedores	200	200	400	500
Otros acreedores	50	60	70	60
Remuneraciones pendientes	10	0	0	0
Hacienda Pública acreedora	0	0	0	0
Seguridad Social	15	20	40	60
<b>Fondo de maniobra</b>				
Existencias		20	30	-10
Clientes		-100	350	50
Hacienda Pública deudora		0	0	10
Proveedores		0	200	100
Otros acreedores		10	10	-10
Remuneraciones pendientes		-10	0	0
Hacienda Pública acreedora		0	0	0
Seguridad Social		5	20	20
<b>Variaciones del fondo de maniobra</b>		<b>+85</b>	<b>-150</b>	<b>+60</b>

3 Un último concepto que debe incorporarse a las variaciones del fondo de maniobra es el contenido en las «remuneraciones pendientes de pago», esto es, aquellas deudas reconocidas y pendientes de pagar a trabajadores, como por ejemplo primas, premios, incentivos..., la diferencia en el saldo de esta cuenta entre un ejercicio y otro supondrá una entrada o salida de caja, puesto que nuevamente la empresa estará financiando a empleados o financiándose de ellos.

Para calcular la variación del fondo de maniobra se suman las variaciones de las cuentas de pasivo y se restan las de activo. Así, en este modelo una variación positiva del fondo de maniobra indica que las cuentas de pasivo crecen más que las de activo, lo cual significa que la empresa ha conseguido financiarse de terceros. Una variación negativa significa que la empresa emplea recursos en financiar a deudores o su propio almacén. En el año  $n+1$  vemos cómo la empresa ha conseguido un aumento neto de financiación de terceros de 85 unidades monetarias gracias fundamentalmente a la reducción de la cuenta de clientes. El año siguiente, a pesar del aumento de la cuenta de proveedores la empresa destinó abundantes fondos a financiar deudores y existencias, con lo que la variación del fondo de maniobra resultó negativa.

En ocasiones, los emprendedores con el fin de reducir las necesidades de financiación de la empresa o como medida correctora a un circulante excesivamente exigente optan por modelar un escenario de descuento de efectos. Esta práctica consiste en acudir a una entidad financiera con pagarés o facturas de clientes y conseguir del banco un pago anticipado a cuenta de tales cobros futuros. El banco o caja cobrará una comisión por el servicio, además de un interés por cada uno de los días que deban pasar hasta producirse el pago por parte del deudor.

Para reflejar este descuento en el modelo económico existen dos métodos:

- Reducir los días de cobro: en el fondo, al descontar los efectos estamos suponiendo que los días de cobro se están reduciendo, por lo tanto es posible modificar el plazo supuesto en el cómputo del saldo de la cuenta de deudores. Reduciendo estos días la cuenta de deudores del balance será inferior y, por consiguiente, la caja de la empresa reflejará este hecho con un aumento.
- Reducir el saldo de clientes que hemos obtenido: de forma más directa, una vez obtenido el saldo de la cuenta de deudores con el plazo normal de cobro, es posible reducir este importe suponiendo que se descontará una parte.

En ambos casos es preciso por un lado calcular los gastos financieros y llevarlos a la cuenta de explotación y por otro reconocer una deuda en el balance por los efectos pendientes de cobro, deuda que se liquidará en el ejercicio siguiente. Al descontar los efectos, en caso de no producirse finalmente el pago del deudor, la entidad financiera nos reclamará a nosotros que cubramos la deuda. Por esta razón, la legislación contable exige que el importe de los efectos descontados se considere como una deuda hasta el momento en que el cliente o deudor liquide el importe debido.

Si bien el descuento de efectos es una práctica común y fácilmente argumentable a un inversor, sobre todo en aquellos casos en los cuales la empresa puede experimentar problemas de circulante, suele ser recomendable guardarse esta baza para responder ante ataques acerca del optimismo con el que se han presupuestado determinadas partidas de circulante, como por ejemplo plazos de cobro a clientes o pago a proveedores.

## **Deuda**

Para avanzar en la realización del modelo económico es necesario considerar ahora la deuda de la empresa. Así, debe establecerse un calendario de devolución de capital y pago de intereses tanto de la deuda ya asumida como de aquella de la que se tiene certeza que se va a asumir. Al hilo de esto, una recomendación que los emprendedores deberían considerar consiste en la elaboración de un modelo económico que no recoja ningún tipo de deuda que no haya sido ya asumida por la empresa. De esta manera las necesidades de financiación que se obtengan del plan de negocio no resultarán minusvaloradas por las hipótesis de consecución de una deuda que, de todas formas, puede que no se consiga.

En general conviene que el equipo promotor no se muestre especialmente rígido en la estructuración de la operación que se presenta al posible inversor de manera que puedan considerarse varias opciones en las negociaciones de su entrada en el capital. Solamente si el citado inversor parece desconocer las ventajas

que tiene determinada fuente de financiación, como por ejemplo los préstamos participativos de organismos públicos, convendría incluir en el modelo financiero tales partidas.

Al introducir la deuda viva en el modelo financiero es preciso revisar las correspondientes pólizas y tomar de ellas los datos reales, que deberán reflejarse tanto en la cuenta de explotación como en el balance de situación. En el primer estado se incluirán los intereses debidos a los acreedores mientras que en el balance se recogerán los importes de capital vivo resultantes de las amortizaciones del principal que vayan produciéndose.

## **Impuestos**

El último concepto sobre el que debemos trabajar para cerrar el modelo económico es el impositivo. En España las empresas hacen frente al pago de distintos impuestos y cargas de carácter social que deben incluirse en el modelo económico para calcular correctamente la caja que podrá obtenerse a lo largo del horizonte temporal.

En primer lugar debe considerarse el impuesto sobre el valor añadido. Las empresas son meras recaudadoras de este impuesto, de manera que por un lado al realizar compras soportan dicho impuesto y al facturar ventas lo repercuten. Trimestralmente se realiza una liquidación, resultando esta a pagar o a cobrar en función de los saldos deudores o acreedores producidos durante el trimestre en cuestión. Para modelar de manera simple el impuesto sobre el valor añadido lo más recomendable es tomar el IVA repercutido en las ventas y compensarlo con el IVA soportado en gastos e inversiones.<sup>4</sup>

Si la diferencia entre el IVA repercutido y el IVA soportado es positiva, entonces la empresa tendrá una deuda por tal importe que reflejaremos en el pasivo del balance en la cuenta «hacienda pública acreedora por conceptos fiscales». Si la diferencia es

---

4 El IVA de las inversiones no constituye un mayor valor de estas que deba ser amortizado, sino una partida más de IVA soportado que se liquidará en el trimestre correspondiente.

negativa tendremos entonces un crédito que recogeremos en el activo bajo el epígrafe «hacienda pública deudora por conceptos fiscales». Calcularemos el saldo deudor o acreedor por IVA con la hacienda pública en el ejercicio siguiente y la diferencia respecto del saldo de este año y el del anterior la consideraremos como una variación del fondo de maniobra, con lo que tendrá reflejo en la caja de la empresa y efectivamente habremos cumplido nuestro objetivo de modelar el pago o cobro del impuesto.

Otro tributo de gran relevancia es el de sociedades. La base imponible de este impuesto la obtendremos de la cuenta de explotación tomando para ello el resultado antes de impuestos. Recordemos que la base imponible negativa de ejercicios anteriores (pérdidas declaradas) puede compensarse con la base imponible positiva del ejercicio actual. Este hecho es frecuente en las *startups*, que comienzan su andadura arrojando pérdidas. Siendo negativa la base imponible, el tipo aplicable del impuesto es 0% y en el momento en que tal base resulte positiva podemos aplicar la tasa actual del 30% y llevar tal importe a la cuenta de explotación con lo que podemos finalmente llegar al resultado después de impuestos o beneficio neto.

Para las empresas que realicen actividades de investigación, desarrollo e innovación, existen en España distintos tipos de desgravaciones, como por ejemplo determinadas deducciones en los salarios del personal investigador. Estas desgravaciones en general pueden aplicarse a la base imponible del impuesto de sociedades, con lo que conviene informarse antes de realizar el modelo a fin de tener en cuenta tales ahorros a la hora de calcular la factura impositiva.

Otro elemento de gran relevancia es la seguridad social a cargo de la empresa, que debe pagar un porcentaje del sueldo de sus empleados. Este importe se mostrará en la cuenta de explotación junto a la voz de sueldos y salarios. En general, puede aplicarse un porcentaje del 32% sobre el total del sueldo bruto de los trabajadores para tener una aproximación de la cuantía total de los pagos que deberán realizarse a lo largo del horizonte temporal por este concepto. Puede llevarse al balance de situación el importe pendiente de pagar a fin de año que, con carácter general, puede

estimarse en una o dos mensualidades. Esta partida del balance también la consideraremos incluida dentro de las variaciones del fondo de maniobra para determinar su impacto en la caja de la empresa.

## **Necesidades financieras de la *startup***

Si bien es cierto que en general los planes de negocio contienen un capítulo con números, la realidad nos muestra que los equipos promotores no conocen los conceptos económicos básicos para aclarar cuestiones fundamentales como por ejemplo cuánto dinero necesita un proyecto. Así, no es infrecuente que un plan de negocio proponga como necesidades de financiación de la *startup* alguna de las cifras siguientes (o cualquier combinación de ellas):

- La suma de las inversiones que es preciso acometer para lanzar el negocio: en este caso, el promotor presenta una lista más o menos exhaustiva de los gastos que habrá que soportar en concepto de inversiones, generalmente de desarrollo de producto y de primer establecimiento, y concluye que el total de estas inversiones constituye la necesidad de capital que en ese momento tiene su empresa. Resulta intuitivo ver cómo este procedimiento presenta carencias evidentes, como por ejemplo olvidar que las inversiones no serán las únicas salidas de caja que se produzcan en la empresa y que previsiblemente será preciso cubrir con los fondos solicitados al inversor. Este problema lo solucionan algunos emprendedores con la siguiente metodología de cálculo de necesidades.
- La suma de los gastos que se tendrán el primer año: en este caso los promotores adoptan una postura más conservadora suponiendo que el negocio probablemente no consiga un nivel de ingresos tal que le permita mantenerse por sí mismo y por ello es necesario solicitar al inversor toda aquella cantidad que previsiblemente tendrá que ser satisfecha

durante su primer año de vida. Que esta suma de gastos incluya o no las inversiones dependerá de cómo las considere el empresario, puesto que si adopta un punto de vista contable las inversiones aparecerán en la cuenta de explotación dentro de la partida de amortizaciones y a través de esta en la suma de gastos que pide financiar. En este caso, con toda probabilidad las necesidades de financiación están subestimadas. Si en cambio adopta un punto de vista de caja las inversiones ya figuran dentro de las necesidades de financiación y lo que entonces resulte más probable es que estas necesidades, en caso de que ya a principios del segundo año se alcance el punto de equilibrio, sean superiores a las reales. Considerando estos inconvenientes, un tercer grupo de equipos promotores presenta como necesidades de financiación la cifra siguiente.

- Las pérdidas acumuladas de los primeros «n» años: en este caso, el emprendedor, asumiendo que su empresa durante los primeros ejercicios arrojará pérdidas, solicita al inversor que las cubra. Piensan los autores de estos planes de negocio que de esta manera la empresa no tendrá pérdidas y, por consiguiente, podrá sobrevivir hasta el momento en que su cifra de negocio le permita obtener beneficios. Esta metodología de cálculo de necesidades, nada infrecuente en la práctica, es sin lugar a dudas la más peligrosa de todas. El principal error consiste en confundir el criterio contable con el criterio de caja. Consideraremos a continuación con mayor detalle esta cuestión, pues resulta clave para la cultura financiera del emprendedor.

Los estados contables deben reflejar la imagen fiel de la situación financiera y patrimonial de la empresa. Para ello, la ley exige que se sigan unos determinados criterios, como por ejemplo el de prudencia, que impondrá la realización de ajustes que se alejan de lo que es la realidad del movimiento de efectivo (billetes y monedas) que se vive en la empresa.

Pongamos un ejemplo: supongamos que una empresa contrata y paga por 120 euros un seguro el 1 de noviembre del año 2010. Este

seguro cubrirá determinado riesgo durante un año, hasta el 1 de noviembre del año 2011. Desde el punto de vista de caja, la salida de efectivo (120 euros) se ha producido en el mes de noviembre de 2010, con lo que el apunte se realizará de una sola vez en ese momento. Ahora bien, las normas contables, considerando que ese desembolso en realidad va a cubrir riesgos de 10 meses del ejercicio siguiente (2011), obliga a realizar un ajuste que impute parte de los gastos soportados durante ese mes de noviembre a lo largo del año siguiente (en el ejemplo, 100 euros). De esa manera, en el año del mes donde se soportó el gasto se llevará a la cuenta de pérdidas y ganancias un porcentaje reducidísimo de ese gasto en seguros (20 euros, correspondientes a noviembre y diciembre de 2010), mientras que el resto se imputará a la cuenta de explotación del ejercicio siguiente. Estos movimientos se resumen en este cuadro:

	Criterio de caja		Criterio contable	
	2010	2011	2010	2011
Gasto	-120	0	-120	
Ajuste			+100	-100
Beneficio	-120	0	-20	-100

La diferencia entre los métodos contables de caja no termina ahí. En realidad, la mayor de todas radica en la confusión de informes que se produce cuando el emprendedor emplea únicamente la cuenta de explotación, que es la que ofrece las pérdidas acumuladas, como información para gestionar la caja. Debemos tener en cuenta que desde el punto de vista contable tan importante es la cuenta de explotación como el balance de situación que también recoge realidades empresariales relacionadas con el movimiento de efectivo. Si tomamos la cuenta de pérdidas y ganancias como referente para determinar las necesidades de financiación, en el fondo estamos diciendo que los ingresos de efectivo que ha tenido la empresa son los que se recogen en la cifra de ventas de pérdidas y ganancias. Sin embargo, sabemos que una empresa puede estar

ingresando una determinada cantidad debida por un cliente y cuyo saldo se encontraba en el balance de situación del año anterior (era una deuda que se tenía que pagar). De la misma manera, dentro de los ingresos recogidos en la actual cuenta de explotación tenemos una parte que al cierre del ejercicio no se habrá cobrado y esté pendiente de pago. Esta cifra se encuentra nuevamente en el activo del balance.

En el fondo, lo que el emprendedor solicita al inversor es dinero y lo que estamos nosotros tratando de determinar ahora es cuánto dinero necesita la empresa. Por tal razón debemos encontrar una métrica que nos permita saber qué cifra es la que necesita financiar la empresa, y la mejor métrica de todas es precisamente el dinero. Pero no «dinero» en términos contables o exotéricos, sino dinero puro, billetes y monedas. A esto financieramente se le denomina «caja». En otras palabras, las necesidades financieras se obtienen calculando los flujos de caja y el estado de tesorería de la empresa y comprobando a cuánto asciende el «agujero» que las operaciones de la empresa van a causar a la caja de la sociedad. Ese agujero es lo que tendrá que taparse con la financiación del inversor.

Por ello el modelo económico debe terminarse elaborando el flujo de caja y el estado de tesorería de la *startup*.

## **Flujo de caja**

Un análisis de flujo de caja tiene tres partes: un flujo de caja de las operaciones, un flujo de caja de las inversiones y un flujo de caja de la financiación. El siguiente gráfico muestra un informe con este contenido a modo de ejemplo.

Los flujos de caja de las operaciones recogen la generación o consumo de efectivo derivado de la actividad normal de la empresa durante un período de tiempo determinado. Para su cálculo se parte del beneficio (o pérdida) del ejercicio después de impuestos y se añaden y deducen determinadas partidas. La razón de estos ajustes radica, como hemos explicado, en el carácter contable del beneficio de la empresa y la necesidad de convertirlo en movimientos físicos de tesorería. Así, las principales partidas que deben incluirse son:

## ¿De dónde salen las necesidades de financiación?

### Análisis de flujos de caja y tesorería

	2009	2010	2011	2012	2013	
<b>Cash Flow de las operaciones</b>						
Beneficio neto	EUR	(41.142)	(46.401)	(6.353)	80.947	202.410
Provisiones	EUR	0	0	0	0	0
Amortización	EUR	2.572	3.572	3.572	2.785	2.785
Other non-cash items	EUR	0	0	0	0	0
Cambios en el fondo de maniobra	EUR	30.860	(4.231)	(1.536)	(544)	690
Efectos comerciales descontados	EUR	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow de las operaciones</b>	EUR	<b>(7.709)</b>	<b>(47.059)</b>	<b>(4.317)</b>	<b>83.188</b>	<b>205.884</b>
<b>Cash Flow de las inversiones</b>						
<b>Cash Flow de las inversiones</b>						
Gastos de constitución	EUR	0	5.000	0	0	0
Inmovilizado inmaterial	EUR	0	0	0	0	0
Otras pérdidas (capitalizables)	EUR	0	5.000	0	0	0
<b>Cash Flow de las inversiones</b>	EUR	<b>0</b>	<b>5.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Necesidades de financiación</b>						
Acumulado necesidades de financiación	EUR	(7.709)	(52.059)	(4.317)	83.188	205.884
Caja al inicio del ejercicio	EUR	(7.709)	(59.769)	(64.066)	19.102	224.987
Caja al inicio del ejercicio	EUR	15.353	6.701	(45.359)	(49.676)	33.512
Deudas a corto	EUR	(843)	0	0	0	0
Disposición de fondos	EUR					
Deudas no comerciales	EUR					
Disposición de fondos	EUR					
Pago	EUR					
Deudas a largo plazo	EUR					
Disposición de fondos	EUR					
Pago	EUR					
Proveedores de inmovilizado	EUR					
Disposición de fondos	EUR					
Pago	EUR					
Otros préstamos	EUR					
Disposición de fondos	EUR					
Pago	EUR					
Capital social	EUR					
Aportaciones al capital	EUR					
Recompra	EUR					
Pago de dividendos	EUR	-	-	-	-	-
<b>Caja al final del ejercicio</b>	EUR	<b>6.701</b>	<b>(45.359)</b>	<b>(45.676)</b>	<b>33.512</b>	<b>239.396</b>

- **Provisiones:** son fondos «aparcados» con el objeto de tener una reserva ante eventuales pérdidas o gastos previstos. Lo más normal es que tales pérdidas procedan de insolvencias

del tráfico (deudores que no nos pagan) o causas judiciales que se encuentran o se van a encontrar sub iudice. Estas reservas se contabilizaron como un gasto que, sin embargo, no implicó una salida efectiva de dinero. Fue un gasto «ficticio» desde el punto de vista de efectivo que se hizo por motivos de prudencia, con lo que es preciso añadirlas al beneficio y reconocer así que no hubo salida de tesorería en el momento de su contabilización.

- **Amortizaciones:** los importes cargados en concepto de amortizaciones siguen una lógica similar a la de las provisiones. En este caso lo que hace la empresa es nuevamente reservar unos fondos con el objeto de, al menos, reponer los activos que se están empleando durante la vida de la empresa. Este movimiento contable (amortización de inmovilizado a amortización acumulada de inmovilizado) tampoco comporta movimiento de tesorería y en consecuencia al calcular el estado de flujo de caja es preciso añadir este importe a la cifra del beneficio después de impuestos.
- **Cambios en el fondo de maniobra:** ya hemos analizado este concepto. Resumamos aquí la dinámica. A lo largo del ejercicio la empresa financia clientes y deudores permitiéndoles pagar sus deudas aplazadamente, y también recibe financiación de proveedores y acreedores aplazando los pagos debidos a estos. Asimismo la empresa «invierte» fondos en el inventario, manteniendo un stock de materia prima, producto terminado, etc. Contablemente todas estas cuentas se encuentran en el balance de situación de la empresa, en el activo las cuentas de clientes, deudores e inventario, y en el pasivo las de proveedores y acreedores. Si consideramos el balance cerrado a final del ejercicio N y lo comparamos con el balance cerrado al final del ejercicio N+1 podemos comprobar que la forma en que varía el saldo de las cinco cuentas anteriores refleja una posición neta receptora o aportadora de financiación a terceros. Por ejemplo, supongamos que en el ejercicio N la suma de los saldos de las cuentas de clientes y deudores es 100, y que la suma de los saldos de las cuentas de proveedores y acreedores es también 100.

Un año después, en el ejercicio N+1, los saldos de las cuentas de clientes y deudores suma 110 mientras que los de las cuentas de proveedores y acreedores sigue siendo 100. Lo que nos está indicando el balance es que de un año a otro la empresa ha aumentado la financiación a clientes en 10 unidades monetarias mientras que la financiación que consigue de proveedores acreedores se ha mantenido constante. Esto significa que de algún lado la sociedad ha debido conseguir los fondos necesarios para prestar esa financiación a terceros, y esa fuente es precisamente la tesorería de la compañía. En este caso del ejemplo la variación del fondo de maniobra sería 10 unidades monetarias, que habría que restar al beneficio para obtener el flujo de caja del ejercicio.

Con estos ajustes llegaríamos al flujo de caja de las operaciones. Esta métrica es clave, pues indica la capacidad de generación de caja que tienen las actividades ordinarias del negocio. En otras palabras, si las operaciones corrientes de la empresa (vender y soportar los gastos necesarios para vender) crean o destruyen dinero.

Debemos ahora incorporar al análisis las inversiones realizadas que hayan comportado una entrada o salida de efectivo. Así, los elementos que deben considerarse son:

- Adquisición (o venta) de inmovilizado material: aquí apuntaremos la compra (venta) de activos fijos que supondrán una salida (entrada) de efectivo a la caja de la empresa. Es importante no confundir las inversiones en activos con la compra de mercaderías o demás elementos que tengan un carácter de aprovisionamientos operativos, puesto que tales compras se contabilizaron como un gasto, y así se encuentran recogidas en el flujo de caja de las operaciones bajo el epígrafe «beneficio antes de impuestos». Al recoger aquí la adquisición de activos tampoco debemos incluir los impuestos indirectos, pues estos serán liquidados con el fisco de la manera correspondiente.
- Adquisición o venta de inmovilizado inmaterial: cabe decir lo mismo que en el caso anterior si bien referido a este tipo concreto de inversión (*software*, patentes, etc.).

- **Otras partidas capitalizables:** los gastos de I+D+i activados, que fueron incorporados a la cuenta de explotación como un ingreso más bajo el epígrafe «trabajos realizados para el inmovilizado», deben ahora sustraerse del flujo de caja dado que sí implicaron una salida efectiva de tesorería. De no hacerlo, al no estar incluidos en el beneficio no figurarían en el flujo de caja, estando así este sobrevalorado.

Generalmente la empresa que se encuentra en situación inversora presenta un flujo de caja de las inversiones fuertemente negativo, en el sentido de que está destinando fondos al pago de proveedores de inmovilizado.

Para obtener el flujo de caja del ejercicio faltaría por último calcular la caja derivada de las actividades financieras de la compañía. Estas son:

- **Deuda:** si la empresa asume (o amortiza) deudas de cualquier tipo es preciso sumar (o restar) el movimiento de efectivo que tales operaciones comporta. Aquí no deben incluirse los pagos de intereses, pues estos se contabilizaron como gasto y están incluidos en el flujo de caja de las operaciones (en el beneficio).
- **Efectos comerciales descontados:** cuando se concede a los clientes la posibilidad de retrasar el pago de sus facturas, o en general cualquier deudor se compromete a satisfacer sus deudas aplazadamente, la sociedad debe reconocer un derecho de cobro en el activo del balance bajo la cuenta «clientes» o «deudores» hasta el momento en que se cobren las cantidades correspondientes. Ocurre sin embargo que la empresa puede descontar determinados efectos a cobrar en entidades de crédito, con lo que está anticipando la generación de caja. El apunte contable en este caso implica un cargo a la cuenta de tesorería y un abono a una cuenta que refleje la deuda que está asumiendo la empresa que descuenta el efecto con la entidad financiera que aporta los fondos. La generación de liquidez de manera anticipada vía descuento debe pues incluirse entre las operaciones

comunes de la empresa y sumarse al flujo de caja generado durante el ejercicio.

- **Capital social:** se recogen aquí los movimientos de caja derivados de la ampliación o reducción de capital social de la empresa.
- **Dividendos:** los dividendos se pagaron con caja de la empresa y por consiguiente deben deducirse en el estado de flujos de caja de financiación.

La suma de los flujos de caja de las operaciones, inversiones y financiación nos arroja el flujo de caja total del año. Esta métrica nos indica si la sociedad ha creado o destruido dinero durante el ejercicio en cuestión. Pero ¿cuánto necesita? Para determinarlo falta un último paso, construir el estado de tesorería.

## **Estado de tesorería**

Si los asientos contables han sido realizados de manera correcta y todas las partidas se han recogido adecuadamente en el estado de flujos de caja, podríamos ahora partiendo de la caja al inicio del ejercicio y sumando los flujos de operaciones, inversiones y financiación obtener la caja al final del ejercicio. Esta caja de final del ejercicio es la que se llevaría al balance de situación. En otras palabras:

---

$$\text{Caja inicio del ejercicio} + (-) \text{ Flujo de caja total del ejercicio} = \text{Caja final del ejercicio}$$

---

Realizando unas proyecciones financieras a cinco años, por ejemplo, y dejando en blanco el flujo de caja de la financiación podríamos calcular cuál es la caja al final del ejercicio durante el horizonte temporal considerado sin aportaciones extras de capital. Una *startup* inversora presentaría un saldo final de caja negativo, y tomando el importe menor de todos estos saldos durante los años proyectados obtendríamos una estimación bastante

aproximada de la necesidad de financiación que tiene la empresa para poder realizar su plan de negocio.

Dicho en otras palabras: si, por ejemplo, los socios aportasen en el año cero en concepto de capital social una cantidad igual a ese menor saldo, la caja de la empresa no sería nunca negativa y de esa manera la empresa estaría perfectamente financiada. Además, al conocer el saldo negativo año a año sabemos cuándo es preciso realizar las aportaciones de fondos necesarias. A estas aportaciones parciales se las denomina «rondas».

Veamos un ejemplo.

---

## Ejemplo

---

Supongamos que en los próximos tres años el saldo final de caja de la empresa presenta estos valores.

---

Importes en euros	Año 1	Año 2	Año 3
Saldo final de caja	-100.000	-500.000	-200.000

---

Las necesidades totales de financiación de esta empresa son 500.000 euros. Es decir, si a principios del año uno aportamos ese medio millón de euros los saldos de todos los años dejarían de ser negativos.

Ahora bien, si hiciésemos eso estaríamos haciendo un uso poco eficiente de nuestros recursos financieros, puesto que al final del año uno tendríamos en caja 400.000 euros excedentes (500.000 aportados menos 100.000 necesarios). Estos fondos no aportan ningún tipo de rentabilidad. Sería mucho más sensato poner el dinero que verdaderamente hace falta (100.000 euros más una cantidad razonable en efectivo en la caja en la primera ronda) y aportar al negocio en una segunda ronda los otros 400.000 euros en el año dos, que es cuando verdaderamente la empresa hará uso de ellos.<sup>5</sup>

---

5 Veremos posteriormente que las rondas no tienen que responder a un criterio meramente temporal como el expuesto en este ejemplo.

En el ejemplo del gráfico de la página 43 se puede apreciar cómo la caja al final del ejercicio 2011 era -49.676 euros, lo cual constituía la necesidad financiera de esa empresa ficticia. Así, si en 2010 se aportan 50.000 euros como ampliación de capital, la tesorería dejaría de ser negativa, con lo que la empresa estaría financiada. Este movimiento lo vemos en el gráfico de la página 50.

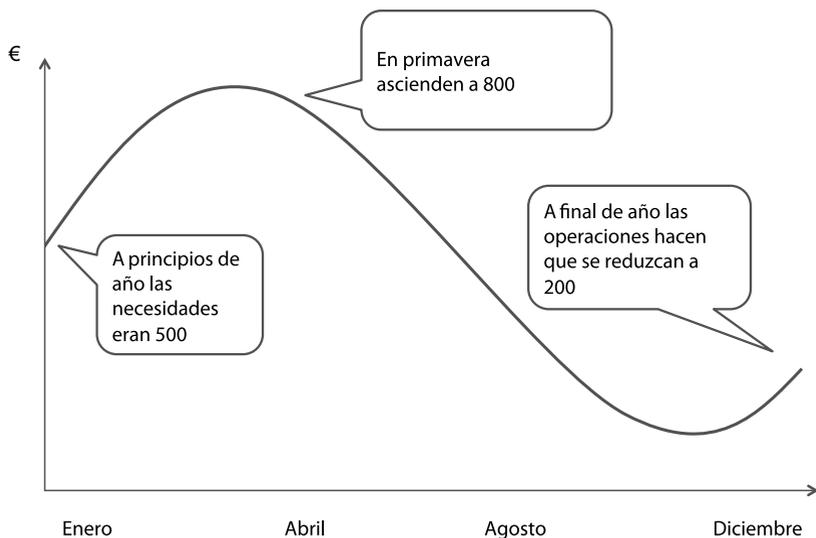
Debe tenerse en cuenta una última cuestión relacionada con las necesidades. Si hacemos el modelo año a año tendremos la necesidad financiera de la empresa a final de cada ejercicio. En otras palabras, el modelo económico nos ofrece las necesidades puntuales al término de cada período temporal considerado en la hoja de cálculo (en nuestro caso, años).

Así, en el ejemplo anterior, en el año tres las operaciones de la empresa generaban en el tercer ejercicio 300 unidades monetarias, con lo que las necesidades de financiación se reducían a 200. Sin embargo, supongamos que el saldo de necesidades de ese año sigue esta distribución mensual:

---

## Necesidades financieras del año 2

---



## ¿De dónde salen las necesidades de financiación?

### Análisis de flujos de caja y tesorería

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Cash Flow de las operaciones</b>					
Beneficio neto	(41.142)	(46.401)	(6.353)	80.947	202.410
Provisiones	0	0	0	0	0
Amortización	2.572	3.572	3.572	2.785	2.785
Other non-cash items	0	0	0	0	0
Cambios en el fondo de maniobra	30.860	(4.231)	(1.536)	(544)	690
Efectos comerciales descontados	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow de las operaciones</b>	<b>(7.709)</b>	<b>(47.059)</b>	<b>(4.317)</b>	<b>83.188</b>	<b>205.584</b>
<b>Cash Flow de las inversiones</b>					
Gastos de constitución	0	5.000	0	0	0
Inmovilizado inmaterial	0	0	0	0	0
Inmovilizado material	0	0	0	0	0
Otras partidas (capitalizables)	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow de las inversiones</b>	<b>0</b>	<b>5.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Necesidades de financiación</b>					
Acumulado necesidades de financiación	(7.709)	(52.059)	(4.317)	83.188	205.584
<b>Caja al inicio del ejercicio</b>	<b>(7.709)</b>	<b>(59.769)</b>	<b>(64.086)</b>	<b>19.102</b>	<b>224.987</b>
<b>Caja al final del ejercicio</b>	<b>15.353</b>	<b>6.701</b>	<b>4.641</b>	<b>324</b>	<b>83.512</b>
<b>Deudas a corto</b>					
Disposición de fondos	(943)	0	0	0	0
Pago					
<b>Deudas no comerciales</b>					
Disposición de fondos					
Pago					
<b>Deudas a largo plazo</b>					
Disposición de fondos					
Pago					
<b>Proveedores de inmovilizado</b>					
Disposición de fondos					
Pago					
<b>Otros préstamos</b>					
Disposición de fondos					
Pago					
<b>Capital social</b>					
Aportaciones al capital					
Recompra					
<b>Pago de dividendos</b>					
<b>Caja al final del ejercicio</b>	<b>6.701</b>	<b>4.641</b>	<b>324</b>	<b>83.512</b>	<b>289.396</b>

Vemos cómo en el primer trimestre del año las necesidades ascienden a 800 unidades monetarias y que posteriormente se reducen al punto estimado en el modelo a fin de año de 200. Pero

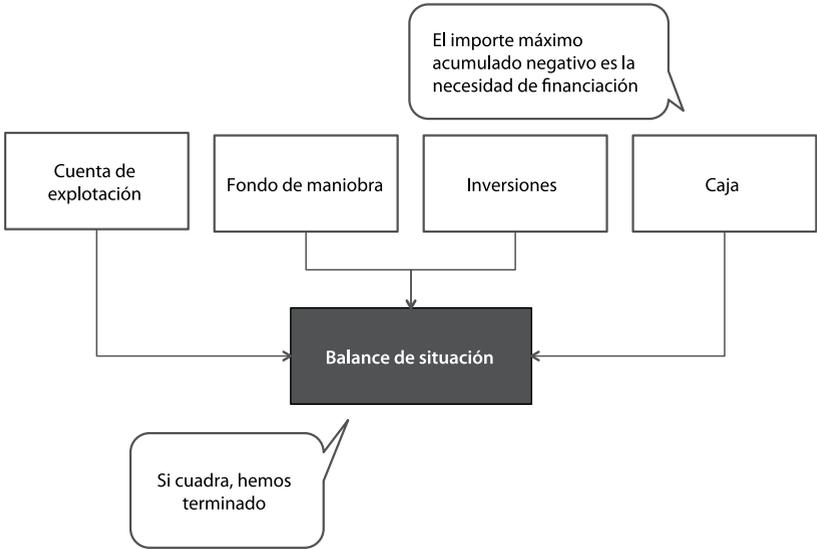
si solo se aportasen 500 la sociedad entraría en suspensión de pagos antes de mejorar su caja.

Esa es la razón por la que los inversores solicitan que o bien el modelo económico se realice con una cadencia mensual y no anual (lo cual complica la elaboración del balance) o bien se complete con un presupuesto mensual de tesorería que indique la evolución interanual de la caja de la empresa.

---

### Cuadre del modelo

---



Estamos ya en disposición de trabajar en el cuadro del modelo financiero. Tenemos por un lado la cuenta de explotación, por otro las variaciones del fondo de maniobra, las inversiones y la tesorería. Las partidas de activo circulante y pasivo a corto plazo las hemos obtenido del fondo de maniobra, los fondos propios y deuda del flujo de caja de las inversiones y financiación, los activos fijos del estado de inversiones, los resultados del ejercicio de la cuenta de pérdidas y ganancias y la tesorería del estado de caja. Si una vez puestas en el balance todas estas partidas este

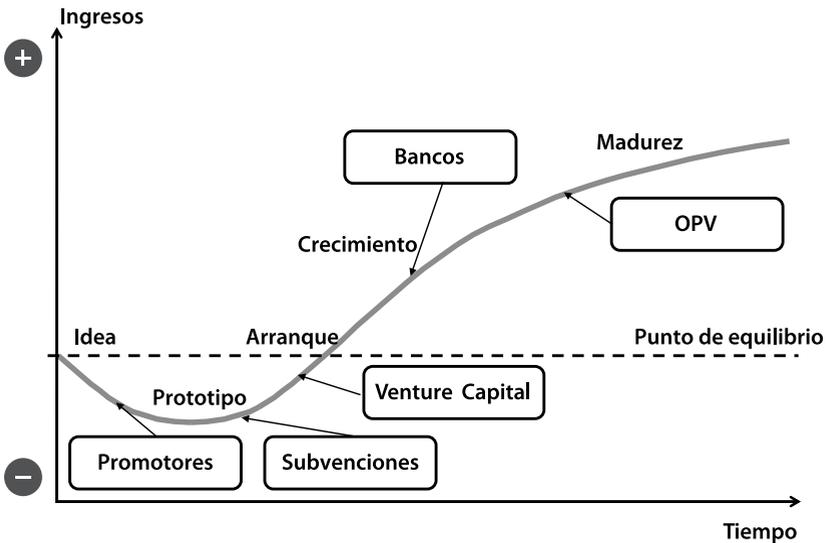
cuadra y el activo es igual al pasivo podemos dar por concluido el trabajo del modelo financiero. Es decir, el cuadro del balance de situación es la prueba básica de que todos los movimientos económicos previstos durante el horizonte temporal del plan han sido adecuadamente recogidos en el plan financiero, lo cual quiere decir que los apuntes contables subyacentes han sido correctos.

El modelo económico que hemos construido permite al inversor conocer la respuesta a todas sus dudas iniciales. Cuánto dinero necesita la empresa y en qué lo va a gastar se deduce fácilmente del plan financiero. Lo que respecta a cuánto va a ganar el inversor con la operación lo veremos en otro capítulo posterior.

## **Fuentes de financiación disponibles para la *startup***

A lo largo de su ciclo de vida tradicional, las empresas de base tecnológica ven cómo las fuentes de financiación disponibles cambian a medida que se van alcanzando determinados hitos. Desde la concepción de la idea hasta la obtención del prototipo el principal esfuerzo inversor recae generalmente en el equipo promotor o sus allegados, que debe así involucrarse decididamente en el éxito del proyecto. Será precisamente el compromiso de este equipo promotor, así como los logros que se vayan obteniendo inicialmente, los que permitan a la *startup* el acceso a nuevas fuentes. Así, la consecución de unos primeros resultados prometedores abre la puerta a la empresa para la concesión de unas primeras ayudas o subvenciones de carácter público que le permitan hacer frente a esa segunda fase de desarrollo que culmine con la obtención del producto que la empresa vaya a destinar al mercado.

## Calendario de financiación de una *startup* de alto potencial



Vemos cómo en un primer momento la *startup* se dedica a invertir, de manera que hasta obtener un prototipo explotable comercialmente el nivel de beneficios se sitúa por debajo del punto de equilibrio. La obtención de esta prueba de concepto inicial es el momento en el cual la empresa puede realizar sus primeros ingresos hasta llegar al nivel de ventas que le permitirá alcanzar ese punto de equilibrio. A continuación comienza una fase de fuerte crecimiento en la que el producto se consolida en el mercado permitiendo al emprendedor recuperar su inversión inicial y conseguir beneficios importantes. Finalmente, en la fase de madurez las ganancias de la compañía alcanzarán su punto más alto aprovechándose así tanto de la curva de experiencia como de las economías de escala a que el negocio haya dado lugar.

Con la excepción de los inversores en fase muy semilla, en general el acceso al capital riesgo no estará disponible hasta que el producto haya demostrado una acogida inicial en el mercado bajo la forma de unas primeras ventas. En otras palabras, lo normal es que el capital riesgo asuma una fase final del riesgo tecnológico asociado a los últimos trabajos de investigación de la

empresa o bien asuma el riesgo comercial derivado de su puesta en el mercado más allá de los *early adopters*. Retomaremos más adelante esta cuestión.

En el gráfico anterior se aprecia cómo el acceso a la fuente de financiación bancaria queda relegado a un segundo lugar durante la fase de crecimiento. Precisamente será durante esta fase cuando la empresa pueda demostrar a las entidades de crédito su capacidad para hacer frente al pago de la deuda mediante la generación de flujos de caja derivados de su actividad comercial. Finalmente, en aquellos casos de particular éxito, la empresa podrá acudir al mercado de capitales mediante una oferta pública de venta. Esta salida a bolsa está limitada a aquellos casos en los cuales la empresa pueda convencer al mercado de dos cosas. La primera, que sus planes de crecimiento son tales que le permitirán conseguir importantes beneficios, y la segunda que su valor será líquido y se podrá negociar un volumen adecuado de sus acciones que permita al inversor venderlas cuando desee hacerlo.

Ahora bien, si suponemos que varias fuentes pueden estar disponibles a la vez, la cuestión sería determinar cuál es la más interesante. Y la más interesante será, lógicamente, la más barata.

El coste de las fuentes de financiación es importante por dos motivos. El primero, lógico, para saber cómo de baratos o de caros son los fondos que estamos obteniendo. El segundo, porque el coste de la financiación propia y ajena representa el coste de capital de la sociedad, lo cual es un concepto de enorme importancia para el emprendedor.

El coste de capital constituye una métrica básica para la gestión financiera del negocio pues supone el límite inferior de rentabilidad que los proyectos de la empresa deben alcanzar para generar valor a sus socios. Para calcularlo hay que sumar el coste de la financiación propia y la financiación ajena a que haya recurrido, teniendo la consideración de financiación propia los fondos aportados por los socios de la empresa y financiación ajena el capital aportado por acreedores y que por consiguiente en algún momento debe ser devuelto. Ambos costes deben ponderarse en la proporción en que hayan sido empleados por la empresa.

Veamos un ejemplo:

---

## Ejemplo

---

Supongamos que una empresa dispone de fondos propios y fondos ajenos en las siguientes cuantías. 100.000 euros de fondos propios y 200.000 euros en forma de un préstamo con una caja de ahorros.

Si los fondos propios tienen un coste del 20% y los ajenos un coste del 5%, ¿cuál sería el coste de capital de esta empresa ficticia?

$$\text{Coste de capital} = (33\% \times 20\%) + (67\% \times 5\%) = 9,95\%$$

---

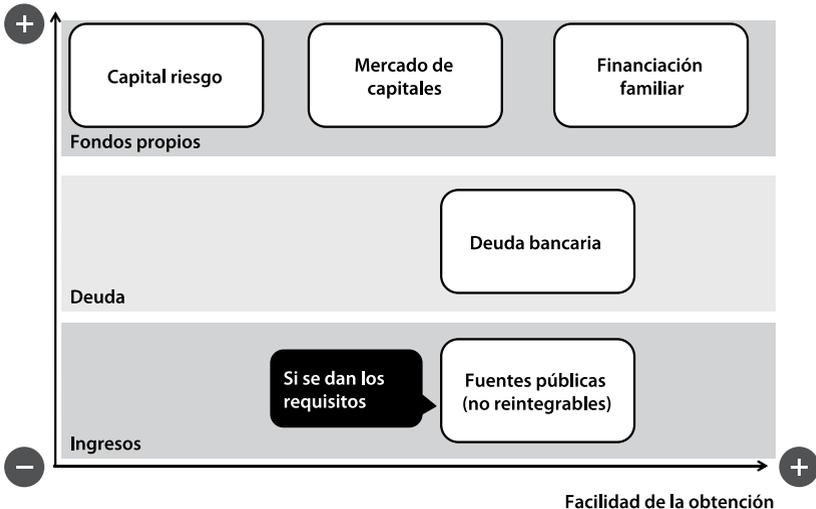
Ahora bien, ¿cuál es el coste de las distintas alternativas de financiación mencionadas anteriormente? Consideremos esta cuestión comparando cada fuente en términos de su coste económico y facilidad de obtención.

---

## Coste de las distintas alternativas

---

Coste económico



En el gráfico vemos cómo las fuentes públicas no reintegrables son las más baratas dado que pueden equipararse, por ejemplo, a un ingreso obtenido de una venta, y aparte de no acarrear gastos financieros (intereses) la devolución del principal no debe realizarse. Su facilidad de obtención depende del organismo que la conceda. En general las subvenciones de carácter oficial son públicas y quien las otorga debe regir su actividad mediante los principios de igualdad y seguridad jurídica ante todos los administrados. Así, las causas de concesión están tasadas y si hay fondos y la empresa peticionaria cumple adecuadamente los criterios marcados por el organismo, su concesión no debería representar mayores problemas.<sup>1</sup>

## Deuda bancaria

La deuda bancaria constituye la segunda fuente en términos de coste, al no ser gratuita y estar su precio relacionado con el precio del dinero (tipo de interés) y el margen cargado por la entidad financiera (denominado *mark-up*). Este margen suele fijarse atendiendo a criterios comerciales si bien incluye por un lado una prima de riesgo y por otro un beneficio empresarial del banco o caja de ahorros. Su facilidad de obtención guarda relación directa con dos factores clave: la disposición en que se encuentra la empresa para hacer frente a los pagos derivados de la deuda y la coyuntura económica de mayor o menor restricción del crédito que en ese momento viva la economía.

Existen distintas modalidades de deuda disponibles para las empresas, teniendo cada una de ellas un perfil que la hará útil para diferentes situaciones empresariales. Distinguiremos cuatro tipos de deuda: préstamos a corto, líneas de crédito, líneas de descuento y deuda a largo plazo.

---

1 Mucha atención con los plazos de pago de las subvenciones. Concesión no significa abono, y en ocasiones los emprendedores se llevan desagradables sorpresas.

---

**Préstamos a corto**

---

Financiaciones en las que el principal debe cubrirse a los pocos meses, y durante los cuales se paga un tipo de interés. Este tipo de deuda suele emplearse fundamentalmente para cubrir necesidades puntuales o imprevistos a los que se enfrenta la compañía, puesto que si existe capacidad de endeudamiento es una modalidad de deuda fácilmente obtenible.

---

**Líneas de crédito**

---

Suelen pactarse con las entidades financieras periódicamente, de manera que cuando vencen pueden o bien renovarse, o bien cancelarse, cubriéndose en este último caso el importe del capital dispuesto. El mecanismo de funcionamiento es muy simple, se abre una cantidad disponible y la empresa va usando este capital y pagando intereses. También se suele pagar un precio sobre la cantidad disponible pero no empleada. Tradicionalmente las líneas de crédito se han empleado para financiar desfases del circulante dado su carácter flexible y estable, lo que permite adaptar el dispuesto a las necesidades concretas que tenga el negocio en un momento dado. En otras palabras, podría entenderse como un «colchón» que dispone el empresario para hacer frente a pagos llegados en momentos en que su tesorería se encuentra más expuesta.

---

---

**Línea de descuento**

---

Se mencionaron en el capítulo anterior. Supone el cobro anticipado de facturas o demás efectos comerciales obtenidos de clientes o deudores. En este caso la empresa presenta al banco los documentos y este anticipará el importe debido antes de la fecha de su vencimiento cobrando por ello, aparte de unas comisiones, un tipo de interés aplicable a cada uno de los días que faltan para el vencimiento del efecto. Puede verse entonces cómo esta modalidad de deuda resulta interesante para aquellas empresas que trabajan con clientes o deudores importantes que realizan sus pagos con largos plazos

---

**Préstamos a largo plazo**

---

Préstamo cuyo vencimiento se fija pasados doce meses del momento de su concesión. Al implicar la devolución del capital en un momento más alejado en el tiempo, este tipo de deuda resulta interesante para la financiación de activos y proyectos de larga duración que solo generarán liquidez una vez pasados algunos meses desde el momento de su adquisición.

de vencimiento. Conviene destacar que el descuento realizado por la empresa supone una deuda a todos los efectos. Si el deudor no satisface el importe debido en el efecto descontado en el momento oportuno, el banco reclamará el pago a la empresa acreedora que descontó el documento. Así, la normativa contable impone que los montantes descontados aparezcan en el balance de situación de la empresa como una deuda, que se extinguirá en el momento en que cese la responsabilidad respecto al banco de la empresa que descontó el efecto.

---

No conviene olvidar que desde el punto de vista financiero asumir deuda (también llamado «apalancar» la empresa) tiene un doble efecto para las finanzas de la sociedad. Es sobradamente conocido el hecho de que el apalancamiento excesivo aumenta el riesgo de la compañía en tanto en cuanto esta puede experimentar dificultades para afrontar el pago de su capital e intereses. En otras palabras, aboca a la empresa a un posible problema de insolvencia. Este problema es particularmente relevante para la *startup*, cuya capacidad de generar caja en la mayoría de los casos es muy reducida. No obstante conviene advertir que la deuda tiene otros efectos positivos desde el punto de vista financiero. Así, los intereses son fiscalmente deducibles y además el apalancamiento financiero implica, *caeteris paribus*, una mayor rentabilidad de los recursos propios al ser estos inferiores cuando la empresa se financia con fondos de terceros. Veamos esto con un ejemplo:

---

## Ejemplo

---

Supongamos dos empresas, la empresa «apalancada» y la empresa «fondos propios».

Ambas compañías tienen un pasivo de 1.000 euros, si bien la empresa «apalancada» tiene concedido un préstamo a largo plazo de 500. La empresa «fondos propios» se financia únicamente con el capital de los socios.

Supongamos que ambas empresas a fin de año arrojan un beneficio de 100 euros. ¿Cuál es la rentabilidad para el accionista en ambos casos?

En el caso de la empresa «fondos propios» la rentabilidad de los socios es el 10%, resultado de dividir los 100 euros de beneficio entre los 1.000 euros de capital que aquellos han invertido. Ahora bien, en el caso de la empresa «apalancada» los socios solo han aportado 500 euros, con lo cual su rentabilidad es del 20% ( $100 / 500$ ).

---

La importancia de la rentabilidad de los fondos propios (también llamada ROE, *return on equity*) es crucial, sobre todo en el ámbito del capital riesgo. Esta métrica muestra el retorno que tiene para los socios el capital aportado al negocio, y tal retorno deberá ser más atractivo que la mejor alternativa posible (esto es, coste de oportunidad) para que al inversor le resulte financieramente sensata la inversión en la empresa.<sup>2</sup>

Conseguir financiación bancaria es uno de los retos más complicados a los que se puede enfrentar el equipo promotor de una empresa de reciente creación. En la literatura anglosajona se maneja el criterio de las cuatro ces fundamentales para conseguir un crédito. Estas cuatro ces son las siguientes:

---

2 Esta es una de las razones principales por las que el capital riesgo que realiza operaciones de mucha envergadura analiza de modo muy cuidadoso el nivel en que tales operaciones pueden ser apalancadas. En el caso de las inversiones en *startups*, más pequeñas, se comprueba la disponibilidad de ayudas, subvenciones o préstamos blandos a los que se pueda optar.

---

<b>Concepto</b>	<b>Caja</b>
<p>En primer lugar lo que debe hacer todo emprendedor que acude a una entidad financiera para solicitar un crédito es transmitir de manera clara el negocio que se va a financiar con los fondos que se piden. Rara vez un banco o caja de ahorros conceden un crédito si no le ha quedado meridianamente claro el propósito de la financiación. Explicar este propósito no siempre es una tarea sencilla, puesto que puede implicar la descripción del plan de negocio concreto en un sector poco conocido o incluir tecnicismos que dificulten su comprensión. Vemos por lo tanto que en el término «concepto» se encierra una descripción de las perspectivas a futuro que tendrá el negocio. Este es uno de los aspectos clave a la hora de conseguir financiación bancaria, poner el énfasis no tanto en los resultados históricos que se han venido consiguiendo con un determinado modelo de negocio, sino la posibilidad de extraer valor de las nuevas iniciativas que se pondrán en marcha de ahora en adelante.</p>	<p>Con este término se quiere dar a entender que la empresa debe demostrar a la entidad financiera que el crédito se va a poder devolver con los flujos de caja que generará el negocio gracias a la aportación de la deuda. Es decir, que ese «concepto» que hemos expuesto al banco no solo tiene sentido desde un punto de vista lógico empresarial, sino que también tendrá un reflejo financiero que le permitirá afrontar los pagos debidos. Hará falta pues un plan de empresa y unos estados financieros adecuados para transmitir este mensaje a la entidad financiera y convencerla de que efectivamente la financiación solicitada dará lugar a la caja suficiente para devolver el dinero.</p>

---

---

<b>Colaterales</b>	<b>Carácter</b>
<p>Para cubrir el riesgo soportado, los bancos y cajas suelen solicitar garantías adicionales a los propios flujos de caja en aquellos casos en los que la empresa carece de una trayectoria que sirva para convencer de su solvencia al prestamista. En el caso de la empresa de reciente creación la garantía que mejor funciona es la personal de los socios promotores en caso de que estos tengan un cierto</p>	<p>Los estadounidenses insisten en que en la solicitud de un préstamo a una entidad financiera el «cómo» importa tanto como el «qué». Esto significa que la energía, el convencimiento, el compromiso, el historial son todos ellos elementos que pueden afectar el juicio de una entidad financiera a la hora de valorar la concesión de un crédito.</p>

---

Colaterales	Carácter
<p>patrimonio. No solo por la seguridad financiera que recibe el banco, sino también por la imagen de compromiso que los socios adquieren con su empresa poniendo sus propios bienes como garantía del pago de la deuda. Otras garantías pueden ser avales de terceros, derechos reales sobre bienes, etcétera.</p>	

## Coste de los fondos propios

Los fondos propios son la fuente de financiación más cara, y sin embargo a menudo el empresario tiene la percepción de que los fondos que aporta al negocio son gratuitos puesto que ha sido él mismo el que los ha puesto.

Sin embargo esto no es correcto, pues implicaría que esos mismos fondos solamente hubiesen tenido un único destino posible, la empresa, y sabemos que esto no es así dado que el empresario dispone de otras opciones de inversión alternativas a su propio negocio con un perfil de riesgo-rendimiento distinto a su propia empresa.

¿Qué costo tiene entonces invertir en el propio negocio? Supongamos que el empresario en lugar de invertir su dinero en su propia empresa decide comprar bonos del país con menos riesgo del mundo, Estados Unidos.<sup>3</sup>

Estos bonos del Tesoro estadounidense ofrecen al inversor una determinada rentabilidad sin correr prácticamente ningún riesgo. Ahora bien, la inversión en la empresa del promotor comporta innumerables riesgos que deben ser retribuidos para hacer atractiva esta alternativa frente a la inversión en los bonos estadounidenses. Así pues, intuitivamente, la rentabilidad que debería dar el nego-

<sup>3</sup> Este es el país cuyo riesgo implícito en los *credits default swaps* (CDS) era el más bajo en mayo de 2010. Los CDS vienen a ser un seguro para cubrir el impago de deuda. Para cubrir ese riesgo se paga una prima que es el precio del CDS, así a medida que el riesgo de impago aumenta, el coste del CDS es mayor.

cio debería ser igual a la del bono estadounidense más una prima de riesgo. Precisamente será esta prima de riesgo la que marque el diferencial de rentabilidad que compense al inversor y le haga atractiva la aportación de capital a una empresa que puede o no proporcionarle rendimientos a futuro.

La forma de computar el montante de esta prima nos permitirá calcular el coste de los fondos propios de cualquier empresa, es decir, la rentabilidad mínima que el inversor deberá obtener del negocio para que este le remunere adecuadamente el capital invertido en él. Para ello debemos acudir al mercado de capitales y observar qué rentabilidad está ofreciendo. Supongamos que el índice de referencia del mercado bursátil español, el IBEX 35, ofrece históricamente al inversor una rentabilidad media del 10%. Si la rentabilidad del bono estadounidense es el 4%, podemos concluir que el diferencial de rentabilidad que está ofreciendo el mercado español respecto a la inversión sin riesgo es el 6% (10% - 4%). Es decir, por el hecho de invertir en el mercado español, representado por una cesta de valores representativos de los que está compuesto el índice IBEX 35, el inversor recibe una remuneración extra del 6% respecto al bono estadounidense derivada del mayor riesgo que comporta aportar capital a empresas privadas españolas.

Tenemos así la prima de riesgo asociada a la inversión en el mercado español en su conjunto. Pero el riesgo de una empresa sola es mayor que el de un conjunto de empresas. Puestas todas ellas en una cartera el riesgo total de la cartera se mitiga (se dice que se ha «diversificado»). Por eso debemos ahora dar un paso más y calcular la prima de riesgo de cada uno de los valores (empresas) cotizados en el mercado español, para lo cual tendríamos que observar la correlación que guarda esa empresa con el resto del mercado. Es decir, cómo se comporta el valor de esa compañía ante los cambios que se producen en el mercado en su conjunto. Esa métrica se denomina «beta» ( $\beta$ ) y se emplea en un conocido modelo llamado *capital asset pricing model*, o CAPM, para determinar el coste de los fondos propios. Este modelo se basa en la siguiente fórmula:

---

$$\text{Coste fondos propios} = \text{Rentabilidad sin riesgo} + \text{Prima de riesgo}$$

---

Siendo la «prima de riesgo»:

---

$$\text{Prima de riesgo} = \beta (\text{Rendimiento del mercado} - \text{Rentabilidad sin riesgo})$$

---

Sabemos que la rentabilidad sin riesgo puede estimarse con el rendimiento del bono estadounidense; y el rendimiento de mercado, a su vez, con los retornos medios del mercado en su conjunto. Así pues lo que hace  $\beta$  es «modular» el diferencial de rentabilidad observado en el mercado al valor específico que estamos considerando.

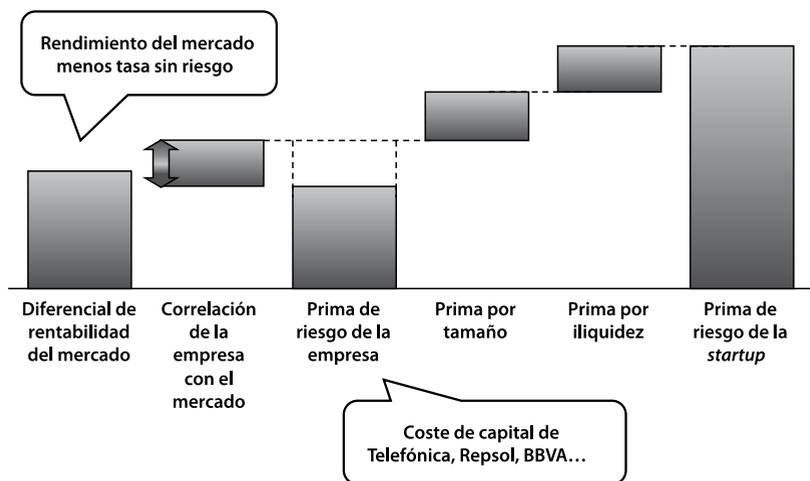
Con el modelo CAPM acabamos de obtener la prima de riesgo y coste de fondos propios de una empresa individual cotizada en la Bolsa española. Ahora bien, estas empresas son grandes, consolidadas y, en su mayor parte, rentables. Además todas ellas tienen una característica común, la liquidez. La liquidez de un valor es la facilidad con la que este puede ser convertido en dinero. Una empresa cotizada en Bolsa es altamente líquida puesto que si el titular de la acción desea vender a precio de mercado, lo normal es que el mismo día pueda hacerlo.

Sin embargo, la pequeña *startup* del promotor que estamos considerando ni es tan grande, ni tan solvente, ni tan líquida como las grandes compañías del IBEX 35. Por tal razón, para calcular la prima de riesgo de esta pequeña empresa será necesario incluir en el análisis al menos dos primas: una por tamaño y otra por liquidez. La prima de riesgo de la *startup* será pues la suma de todas las anteriores, como muestra este gráfico.

---

## Prima de riesgo

---



La principal conclusión a la que deben conducirnos estas reflexiones acerca del coste de los fondos propios es que este tipo de fuente es la más cara de todas las disponibles. Intuitivamente vemos que si el coste de los fondos propios aportados a una *startup* es la tasa sin riesgo más la prima de riesgo aplicada a esa *startup*, este valor debe ser significativamente mayor que el coste de los fondos propios de una gran empresa cotizada. A su vez, la gran empresa cotizada tendrá una prima de riesgo superior al diferencial aplicado por un banco a los fondos prestados, pues el banco tiene, como acreedor, preferencia sobre los accionistas en la eventual liquidación de la empresa quebrada. En conclusión:

---

***Los fondos propios de una startup nunca pueden tener un coste inferior al de los fondos propios de las grandes empresas, y nunca inferior al de la deuda.***

---

Ahora bien, la cuestión no es qué fuente de financiación es mejor para descartar otra, sino determinar en cada momento cuál es la más adecuada.

Al ser los fondos propios de carácter indefinido, conviene emplearlos en las rondas iniciales para financiar gastos de investigación y desarrollo de productos. Estas inversiones no generarán ventas a corto plazo con las que poder afrontar pagos de intereses y capital de deuda, por lo que su financiación mediante fondos propios disminuye el riesgo financiero de la empresa. En rondas posteriores, los fondos propios resultan particularmente útiles para animar la venta y acelerar planes de marketing, puesto que el éxito de estas iniciativas resulta incierto.

Por su parte, recurrir a deuda de terceros, principalmente bancaria, implica que la empresa tiene la capacidad de hacer frente a los pagos de intereses y capital. Esto significa que la compañía se encuentra ya en situación de generar caja suficiente como para afrontar sus costes ordinarios y los pagos que supone la deuda. En consecuencia, el destino fundamental que para una *startup* debe tener la deuda es la financiación del circulante y las operaciones de la compañía.

## **Alternativas a la financiación de terceros**

En la construcción del plan financiero hemos podido comprobar cómo existen alternativas de financiación procedentes de las operaciones corrientes de la empresa y que permitirían al equipo promotor reducir la financiación necesaria de terceros para poner en marcha el plan de negocio. Tales alternativas son, a modo de resumen, las siguientes:

- **Financiación de proveedores:** en la medida en que la empresa sea capaz de conseguir mayores plazos de pago o bien mayores porcentajes de cuantías pagaderas aplazadamente, los saldos de las cuentas de proveedores y acreedores en el pasivo del balance resultarán mayores. Como hemos visto en la variación del fondo de maniobra, esto se

refleja en unas menores salidas de tesorería y, en su consecuencia, menores necesidades de financiación.

- **Financiación a clientes:** las empresas que consiguen cobrar al contado ventas, reducir los plazos de pago de clientes o reducir los porcentajes de aplazamiento estarán acelerando la generación de caja y, por lo tanto, disminuyendo a la vez sus necesidades de fondos.
- **Inventarios:** mantener bajos los niveles de stocks implica menos inversiones de la empresa en materia prima, producción en curso o productos terminados. Estas inversiones se han traducido en la aplicación de recursos de la compañía que podrían destinarse a otras actividades y, en consecuencia, conllevan la necesidad de buscar más dinero. La política de eliminación de inventarios debe valorarse junto con las políticas comerciales de servicio al cliente, pues pueden ocasionar aumentos de plazos de entrega y pérdida de pedidos.
- **Beneficios fiscales:** conviene que la *startup* examine detenidamente todas aquellas ventajas impositivas de las que dispone para reducir en la medida de lo posible el empleo de la caja a fines fiscales. En particular la empresa investigadora suele tener a su disposición determinadas ayudas, tanto a nivel estatal como autonómico, que el equipo promotor debe conocer y solicitar.
- **Descuento de efectos:** como hemos visto, el descuento de efectos permite la generación anticipada de tesorería derivada de la financiación concedida por la empresa a clientes y deudores. Esta alternativa tiene un coste que rara vez será superior a otras fuentes de financiación, pues el propio efecto prueba la existencia de un flujo de caja que se producirá en el futuro. Es importante que la empresa use de manera inteligente el descuento de efectos de manera que le permita alcanzar un ritmo de generación de caja que haga innecesario el recurso a esta financiación y no se convierta en una compañía que, en el fondo, trabaja permanentemente para pagar deudas a las entidades financieras.

Todas estas opciones son sumamente interesantes, y el emprendedor que gestione adecuadamente los conceptos anteriores verá cómo las necesidades de financiación se reducen. Ahora bien, sin duda alguna, la mejor alternativa para reducir la financiación necesaria es gastar poco.

### ***Burn rate***

En el mundo anglosajón se denomina *burn rate* al ritmo al que la sociedad consume dinero para desarrollar sus actividades ordinarias, es decir, cuánto cuesta al negocio realizar las operaciones precisas para llevar al mercado sus productos o servicios y soportar la estructura necesaria.

Para la *startup* es fundamental disponer de los recursos imprescindibles para operar manteniendo mínimo su *burn rate*. Ahora bien, algunos negocios tienen por definición un *burn rate* elevado debido a sus altos costes fijos. Supongamos por ejemplo una empresa de servicios tecnológicos que precisa emplear ingenieros muy especializados y que además utiliza consumibles de elevado coste. Si el personal es propio, trabajando así en régimen laboral, los costes podemos definirlos semifijos y el día 1 de cada mes la empresa ya sabe cuál será el importe que deberá satisfacer para poder sufragar los gastos derivados de esta plantilla. Por su parte, el coste de consumibles dependerá de los pedidos que tenga para el mes en cuestión. Ambos componentes se traducen en un *burn rate* alto, siendo especialmente preocupante el primero de ellos puesto que será necesario soportarlo con independencia del volumen de trabajo de clientes al que haga frente la compañía durante el mes.

Pero además hay formas poco razonables de sufrir un *burn rate* elevado, al ser este totalmente prescindible. Por ejemplo, viajar en primera, comprar ordenadores portátiles de última generación o telefonía móvil de gama alta, etc. Estos casos resultan especialmente cuestionados por los inversores potenciales, al ser estos costes superfluos y totalmente alejados de la realidad de la *startup*. La única salida para este tipo de gastos es su eliminación

radical. Al presentar un plan de negocio a un fondo de capital riesgo los equipos promotores deben ser especialmente cautos a la hora de juzgar la necesidad de cada una de las partidas de coste presupuestadas y tener preparada una defensa para ellas en el momento en que el inversor plantee objeciones a su utilidad.

Para una *startup* como la que estamos considerando lo ideal es un escenario en que los costes se «variabilizan», permitiendo a la empresa acelerar o frenar su *burn rate* según vaya evolucionando su ritmo de ventas. Por «variabilizar» los costes entendemos aquellas fórmulas que permiten al empresario consumir los recursos solamente en la medida que tal consumo esté destinado a una petición de cliente. El ejemplo más claro de este tipo de actitud consiste en la subcontratación, de la cual se habló anteriormente. Recordemos nuestra recomendación de valorar el empleo de trabajos de terceros para actividades ordinarias en la medida que tal colaboración no ponga en peligro la ventaja competitiva de la empresa y además permita unos ahorros significativos de costes fijos.

Plantear a un capital riesgo un plan de empresa en el que los costes de la estructura fija son reducidos, alcanzándose así el punto de equilibrio con volúmenes menores de venta, y en el que el *burn rate* se encuentra no solo controlado sino también especialmente vinculado a las ventas de la empresa, muestra al inversor el compromiso del equipo promotor con el uso eficiente de los recursos y la maximización del valor de los fondos aportados. Un plan con estas características tiene más posibilidades de obtener la aprobación del inversor de capital riesgo.

Pero ¿quién es ese inversor?

## El capital riesgo

En el gráfico del ciclo de vida de la empresa vimos cómo había un momento en que podía acudir al capital riesgo (allí denominado «Venture Capital»), pero aún no sabemos quién es. Llega el momento de desvelar su identidad. Abordamos a continuación la cuestión de caracterizar al inversor de capital riesgo. Para ello analizaremos el perfil típico de este tipo de inversor, también denominado «socio financiero».

En primer lugar, conviene destacar que el inversor de capital riesgo es un inversor, alguien cuya actividad principal consiste en la inversión en proyectos empresariales. Esta idea básica a menudo es olvidada por los equipos promotores que en un momento dado se sientan con el capital riesgo para negociar un acuerdo de inversión, y equivocadamente consideran que están negociando de tú a tú con un igual. El inversor de capital riesgo se dedica a invertir, lo cual implica dedicarse a identificar oportunidades, valorarlas y negociar con los empresarios de turno un acuerdo que, a su juicio, le va a permitir obtener una importante ganancia en la operación que está realizando. Retomaremos estas reflexiones cuando tratemos la negociación con el Venture Capital.

Así pues, el capital riesgo invierte. Y lo hace para posteriormente desinvertir y ganar dinero. Es decir, que entra como socio en la *startup* pero antes o después querrá salir. Y salir significa vender su participación. El concepto de capital riesgo es inseparable de la salida. Entrar en la *startup* está muy bien, pero donde se gana dinero es en la salida. En la venta de su participación. Si consigue vender por un precio mayor al que entró, ha ganado dinero. Y, en caso contrario, lo pierde.

El inversor de capital riesgo puede ser un fondo o una sociedad mercantil tradicional. Efectivamente, nada impide que el vehículo de inversión sea una sociedad limitada o una sociedad anónima, con un objeto social dedicado a la toma de participación en terceras sociedades, o bien un fondo de capital riesgo (FCR) sometido a los criterios formales y supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La elección entre una u otra alternativa es libre y depende de las preferencias de los promotores del proyecto inversor, si bien la ley ofrece ventajas de tipo fiscal a los FCR inscritos en la CNMV, como por ejemplo no tributar por el impuesto de sociedades.<sup>1</sup>

El fondo de capital riesgo (lo denominaremos en adelante «fondo» si bien ya hemos indicado que jurídicamente puede operar bajo una forma jurídica distinta a la de fondo en sí) entra en el capital de las sociedades en las que invierte, a las que se denomina «empresas participadas». Este «entrar en el capital» implica que el fondo de capital riesgo no es un prestamista, sino un socio. Precisamente este es uno de los aspectos más importantes a la hora de discriminar al equipo promotor que precisa y busca un inversor de capital riesgo y al emprendedor que, con independencia de la fórmula jurídica, busca dinero sea de donde sea. Acudir a un fondo de capital riesgo planteando una operación de deuda más propia de una entidad financiera se traduce generalmente en un descarte inmediato de la oportunidad de inversión porque el empresario demuestra desconocer la filosofía del capital riesgo y

---

1 Estos beneficios han ocasionado la proliferación de FCR en España en los últimos años, de manera que los *family offices* y las tradicionales sociedades de inversión se han ido convirtiendo en vehículos supervisados (antes no lo estaban) y beneficiarios de ventajas fiscales.

su desconocimiento se va a reflejar no solo en mayores tiempos de trabajo, sino también en la muy probable aparición de conflictos a futuro. Ningún equipo promotor debería dirigirse a un inversor de capital riesgo sin tener una idea clara de cuál es su actividad y de cómo la lleva a cabo.

Al no tener el carácter de deuda, las aportaciones de un capital riesgo no deben devolverse según un calendario propio de los contratos de préstamo tradicionales de las entidades de crédito. Asimismo tampoco se exigen las garantías normales que la banca solicita a la empresa receptora del crédito. Al actuar como un socio, el fondo de capital riesgo asume el riesgo empresarial en su totalidad, si bien en el acuerdo de inversión que negociará con el emprendedor tratará de mitigar en la medida de lo posible tal riesgo. Trataremos en detalle esta cuestión cuando analicemos los acuerdos de inversión.

Un fondo de capital riesgo no puede invertir en cualquier empresa. En primer lugar, y refiriéndonos en este caso únicamente a los FCR inscritos y supervisados por la CNMV, existen unas limitaciones legales al tipo de negocio en el que el capital riesgo puede entrar. Así, no se puede invertir en empresas que cotizan en mercados secundarios. La razón es sencilla, pues este tipo de inversión sería contraria a la finalidad propia del capital riesgo, que es servir de apoyo al arranque y expansión de negocios que carecen de acceso al mercado de capitales. Un fondo que invierte en empresas cotizadas es un fondo de inversión mobiliaria tradicional, que suele ser «abierto» (es decir, cualquier persona que lo solicite puede adquirir una participación en él) y estar disponible en cualquier entidad financiera. También hay fondos «cerrados» en los que no puede poner dinero cualquiera y que invierten en empresas cotizadas en Bolsa. Estos fondos se denominan sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

Volviendo al capital riesgo, la legislación vigente impone otras limitaciones sectoriales a las posibilidades de su inversión cuando le impide participar en empresas del sector financiero e inmobiliario. Es decir, un fondo de capital riesgo no puede participar en un banco o en una promotora inmobiliaria.

Estas limitaciones de carácter legal no se aplican a los vehículos inversores que no sean un FCR. Así, una sociedad limitada o anónima que tenga como objeto social la inversión en empresas sí puede invertir en aquellos casos vetados para el capital riesgo.

Independientemente del tipo de vehículo inversor, la participación que asume el fondo de capital riesgo en el capital social de la empresa participada puede ser mayoritaria o minoritaria, dependiendo del tipo de operación y de la estrategia inversora del fondo. Pero, insistimos, lo más relevante es que el capital riesgo que entra en una sociedad lo hace con la vista puesta en su salida. Típicamente estas salidas se suelen producir en un plazo de entre tres y siete años, con una media de cinco años aproximadamente. Es decir, el inversor de capital riesgo es un socio del empresario, pero no es un socio para toda la vida. El objetivo final del fondo es entrar en el capital social de una empresa en un momento en que esta vale relativamente poco (y por consiguiente está consiguiendo unas participaciones «baratas») y aumentar el valor de tal compañía para vender en un momento posterior su participación obteniendo una importante ganancia de capital.

Esta es otra característica que debe quedar perfectamente clara al empresario que en un momento determinado se plantea presentar su negocio como una oportunidad de inversión a un fondo de capital riesgo: antes o después el fondo va a querer salir de la sociedad vendiendo su porcentaje y, como veremos, si percibe que tal salida se verá dificultada por las condiciones normales del mercado o por la actitud del propio empresario, lo más normal es que deseché totalmente la operación y renuncie a invertir en el negocio. Por la misma razón, un planteamiento que realice el equipo promotor en el que la entrada del capital riesgo y su permanencia en la empresa se prolonguen durante un período de tiempo excesivo será nuevamente percibido por el fondo como un desconocimiento de su actividad, con las consecuencias mencionadas anteriormente.

## Ventajas del capital riesgo

El inversor de capital riesgo asume un elevado riesgo, pues liga su rentabilidad al éxito del proyecto en el que participa, al contrario que la entidad financiera que proporciona un crédito y tiene la consideración de acreedor de la empresa. Esta involucración y este compromiso del capital riesgo con el éxito del proyecto empresarial constituyen las principales ventajas que para las *startups* representa el acudir a este tipo de financiación. Sin embargo existen otras ventajas que conviene subrayar y que distinguiremos en «financieras» y de «gestión».

### Ventajas financieras

Entre las ventajas financieras apuntaremos que la financiación procedente del socio de capital riesgo es una financiación a largo plazo. En general, el socio financiero suele salir de la empresa en un plazo comprendido entre los tres y los siete años, pudiendo tomar como media el valor central de cinco años. Esto implica que el capital riesgo favorece la constitución de un accionariado estable de la empresa, y así las decisiones que vaya adoptando su órgano de gobierno reflejarán los intereses de unos socios que miran por el proyecto a largo plazo.<sup>2</sup>

Asimismo al incrementar los fondos propios de la empresa mediante su inversión, la entrada del capital riesgo en el negocio permite aumentar la capacidad de endeudamiento de la sociedad. Uno de los aspectos que revisan las entidades financieras para la concesión de un crédito es la dotación actual de fondos propios de la compañía. Además, cuando un inversor de capital riesgo invierte en un negocio suele estudiar detenidamente la posibilidad de «apalancar» la operación. Esto significa utilizar recursos ajenos vía deuda para completar la ronda de financiación y así evitar poner todo el capital necesario de su propio bolsillo. Como

---

2 Veremos en el capítulo de permanencia del inversor cómo en ocasiones existen intereses divergentes entre el equipo promotor y el socio financiero que pueden ocasionar convivencias tormentosas entre ambos.

vimos, tal práctica permite mejorar la rentabilidad sobre la inversión, pues a igualdad de beneficio, una empresa financiada con recursos ajenos permite obtener unos mayores retornos sobre el capital propio invertido.

En las grandes operaciones de *Private Equity* la capacidad de apalancamiento es uno de los aspectos más determinantes. Los fondos estudian con igual interés el plan de negocio de la empresa que se proponen financiar y las ofertas de las entidades financieras dispuestas a conceder los créditos que el fondo estima necesarios para realizar la inversión y obtener a la vez la rentabilidad que se ha marcado como objetivo. En las operaciones pequeñas de capital riesgo, la incidencia del apalancamiento es muy inferior y, en particular en España, este proviene de financiación pública bajo la forma de préstamos participativos concedidos por organismos dedicados a la promoción de la actividad emprendedora.

Esta menor dependencia de los créditos procedentes de las entidades financieras para cerrar operaciones explica cómo en situaciones de crisis, en las cuales el acceso a la financiación bancaria está más restringido, el capital riesgo especializado en *startups* suele seguir invirtiendo mientras que el gran fondo de *Private Equity* opta en cambio por dedicar sus esfuerzos a la gestión de las participadas que en ese momento tenga en cartera. Esto no significa que en época de crisis el inversor en *startups* aumente su apetito por el riesgo o considere que el momento es más adecuado para invertir. En coyunturas económicas adversas, el capital riesgo en *startups* será tan cauto como cualquier otro inversor y además, consciente del mayor valor que tiene el dinero que está aportando, más exigente a la hora de negociar los términos de los acuerdos de inversión con los equipos promotores. En definitiva, el capital riesgo valora y adapta su operativa a las situaciones de crisis económica, pero esta no tendrá un efecto tan pronunciado como en el caso de los fondos de *Private Equity* que obtienen del apalancamiento bancario una de las principales fuentes de rentabilidad.

Volviendo al apartado de las ventajas que supone para el emprendedor tener como socio a un capital riesgo, apuntaremos a continuación algunos beneficios que desde el punto de vista de

gestión operativa ofrece la alternativa de financiación mediante socio financiero.

Como sabemos, este socio entra en el capital de la *startup* asumiendo el mismo riesgo empresarial que el resto de socios y vinculando su propia ganancia al éxito del proyecto. La entidad financiera que concede un crédito desea obtener a cambio la devolución del principal y el pago de unos intereses en los plazos pactados para ello. Cómo organice el empresario sus recursos para cumplir tales compromisos es una cuestión que al banco o caja de ahorros le trae relativamente sin cuidado, de la misma manera que tampoco espera obtener ninguna ganancia adicional a las cantidades debidas en caso de que la aventura empresarial arroje unos resultados muy superiores a los esperados. En cambio, si la empresa participada no genera un gran valor extra y, por consiguiente, no puede ser vendida por un precio significativamente mayor al que fue comprada, el capital riesgo no obtiene ningún beneficio de la operación.

## Ventajas de gestión empresarial

La manera que tiene el socio financiero de colaborar en el éxito del proyecto empresarial es participando en la gestión operativa de la empresa y ayudando en la toma de decisiones importantes.

La capacidad que tiene un capital riesgo de ayudar en el éxito empresarial es uno de los aspectos que pasa más desapercibido entre los emprendedores que se lanzan a la búsqueda de capital para su negocio, entendiendo que el único valor relevante que pueden esperar de un socio financiero es precisamente el dinero que vaya a inyectar a la sociedad. La idea de que un socio financiero es capaz de aportar un valor significativo en las operaciones corrientes de la empresa participada es una cuestión esencial para los equipos promotores que hayan decidido financiar su empresa con fondos procedentes del capital riesgo. Así, no tiene el mismo valor la cantidad de dinero aportada por el fondo X que por el fondo Y en un proyecto de *software* si el primero de ellos tiene en su equipo gestor especialista en esta área o ya ha invertido en esta

industria anteriormente con resultados satisfactorios. En estos casos es previsible que el capital riesgo pueda aportar contactos, facilitar relaciones con clientes, proponer estrategias comerciales, etc., que faciliten la tarea del emprendedor.

En otras palabras, ayudar a la gestión del negocio desde un punto de vista genérico es común a todos los inversores de capital riesgo (por ejemplo, cualquier fondo será capaz de ayudar en la gestión financiera del circulante), pero el valor añadido que desde el punto de vista sectorial puede aportar un inversor respecto a otro en ocasiones varía significativamente.

Esta especialización surge desde el mismo momento de la constitución del fondo, cuando sus promotores deciden dedicarse en exclusiva a, por ejemplo, la biotecnología. Sin embargo, tal limitación no constituye la única razón por la que un determinado capital riesgo adquiere competencias especiales en un determinado campo, pues estas pueden haber surgido de sus experiencias con las participadas que ha tenido en cartera. En todo caso, la capacidad de un inversor de aportar un valor al negocio más allá del estrictamente financiero de los recursos monetarios que aporta es una cuestión que debe valorarse en su justa medida, sobre todo si el emprendedor puede elegir entre varios socios financieros interesados en su empresa.

Además, si consideramos nuevamente la comparación con otras fuentes de financiación como las públicas, los fondos inyectados por el capital riesgo son más «inteligentes» dado que estos se adaptan con mayor fidelidad al calendario del proyecto empresarial. Por el contrario, en el caso de las subvenciones, su convocatoria, trámite, adjudicación y pago obedecen a criterios totalmente alejados de las necesidades de las empresas que las disfrutan.

Una última cuestión que por sí sola justificaría la entrada del capital riesgo en una empresa cualquiera radica en lo que denominaré «profesionalización de la gestión empresarial». Hasta el momento en que un inversor entra a formar parte del grupo de socios de la *startup*, esta ha podido ser dirigida con el nivel de rigor y conocimiento empresarial del que haga gala el equipo promotor que se encuentra a su cargo. Existe una gran variedad en el nivel

de profesionalidad con el que se dirige un negocio. Uno puede encontrar equipos altamente cualificados y expertos en la dirección de empresas, y otros casos en los cuales, por desconocimiento o simple incapacidad, los gestores de la compañía lideran de manera muy inadecuada la empresa que dirigen. En todos los casos, el capital riesgo antes de decidir si invierte en un negocio concreto valorará la calidad del equipo gestor, proponiendo en su caso su refuerzo o simplemente la adopción de medidas puntuales en los consejos de dirección. Simplemente esta acción sobre el equipo gestor ya ofrece de por sí resultados palpables a corto plazo.

No obstante, cuando hablamos de profesionalización de la gestión empresarial incluimos también los sistemas de control de gestión que la empresa debe implantar para reportar adecuadamente los resultados de su actividad. Todo inversor de capital riesgo exigirá al emprendedor la adopción de mecanismos de control adecuados no solo para la rendición de cuentas, sino también para servir de apoyo a la toma de decisiones en la empresa. Esta disciplina en la obtención, análisis y empleo de datos de gestión resulta de gran utilidad para la dirección del negocio, que en gran parte de los casos pasará de depender de la mera intuición de los directivos al análisis exhaustivo de la realidad que rodea a la empresa.

La colaboración entre el inversor y la *startup* puede ser así más fructífera en aquellos casos en los que el socio financiero supera su condición de mero aportante de capital y se involucra en la gestión de la empresa proporcionando contactos, o colaborando en el cierre de negocios para la participada. Gran parte del tiempo que dedican los responsables de un fondo a la gestión de la participada se destina a este aspecto, pues con independencia de la habilidad de los promotores de la *startup*, pueden aumentar el valor de la empresa por sí mismos. En resumen, el empresario y el capital riesgo no tienen una relación de deudor y prestamista, sino de socios que colaboran en el éxito del proyecto empresarial, y por tal razón el inversor se involucrará todo lo que sea necesario para aumentar la probabilidad de que su inversión resulte finalmente en el beneficio esperado.

## Socios financieros frente a socios industriales

Ante la tarea de encontrar los fondos necesarios para financiar su plan de negocio, los promotores pueden optar entre asociarse con inversores financieros o industriales. Los primeros, a los que en este texto denominaremos también «institucionales», son los fondos o inversores de capital riesgo, y que tienen como actividad principal la inversión y desinversión de sociedades participadas. Los socios industriales, también llamados «estratégicos», son empresas de muy distinta índole relacionadas con la *startup* de tal manera que en un momento dado le puede resultar de interés su entrada en el capital, sin que sea esta actividad inversora su razón de ser en el mercado.

Así, por ejemplo, una empresa que desarrolle soluciones telemáticas para la mejora de las comunicaciones por teléfono móvil podría buscar inversor entre las operadoras de telefonía, puesto que a estas les podría resultar útil tener una participación en el capital de una sociedad que desarrolla un servicio esencial para su negocio, de manera que se garantice su disponibilidad, cerrando el paso al mismo tiempo a otros competidores. Las causas por las que un socio industrial puede invertir en una *startup* son muy variadas y responden a criterios tan imponderables como la oportunidad temporal o la disponibilidad puntual de fondos excedentes.

Los equipos promotores que buscan financiación frecuentemente se dirigen indistintamente a socios estratégicos y socios financieros, con la idea de que el dinero aportado por uno y otro tiene el mismo valor y, por consiguiente, dará lugar a condiciones parecidas. Este es un error en el que la mayoría de los emprendedores admite haber caído solamente después de experimentar sus dolorosas consecuencias. Conviene entonces detenerse en la distinta naturaleza de los socios financieros e industriales, pues tales argumentos nos permitirán valorar adecuadamente la razón de ser de la actividad del capital riesgo y el atractivo de su dinero, que es el más costoso. Abordaremos la cuestión comparando el comportamiento de uno y otro socio ante distintos parámetros de la inversión empresarial.

Si comenzamos por la propia finalidad de la inversión observamos cómo el socio financiero persigue con esta una ganancia en el capital que se verificará en el momento en que venda sus participaciones o acciones de la sociedad. El socio estratégico o industrial persigue en cambio maximizar el valor de su propia empresa, y para ello, salvando las distancias, considerará la toma de participación en la *startup* como una inversión más similar a la adquisición de un activo que se empleará en las actividades ordinarias de su negocio. Es decir, el capital riesgo plantea su entrada en la *startup* como una inversión financiera en sí misma mientras que el socio industrial analiza el valor añadido que se aportará a su negocio *core* o principal.

Esta distinta finalidad se traduce en otra diferencia esencial entre el socio financiero y el estratégico. Mientras el primero desea deshacer la posición (vender su porcentaje) en unos años, el segundo suele entrar en la *startup* sin considerar su fecha de salida, esto es, con un carácter indefinido. Vemos cómo efectivamente este trato diferente al horizonte temporal de la inversión demuestra que en el caso del capital riesgo la *startup* es un activo financiero que se compra barato y se intentará vender caro; mientras que el industrial, teniendo en mente el valor de su propio negocio, no se plantea la realización de beneficios financieros derivados de la venta de las acciones de la sociedad participada.

El carácter maximizador del valor intrínseco de la *startup* explica la obsesión del socio financiero por cumplir a rajatabla el plan de negocio de la empresa participada, a cuyo análisis y validación dedicará gran parte de su tiempo durante la valoración de la oportunidad de inversión. El socio industrial, al ponerse como objetivo que la participada contribuya a la estrategia global de su grupo, mostrará desde el principio un menor interés por los detalles del plan de empresa presentado por el equipo promotor del proyecto. En el fondo, lo que tratará de averiguar el socio industrial durante el proceso de toma de decisión de participar en la *startup* es hasta qué punto esta operación presenta un encaje estratégico con los objetivos y planes de su propia empresa. Este hecho no debe llevarnos a la conclusión de que para el socio industrial sea irrelevante la información que el emprendedor le presenta al mostrarle

su propuesta de negocio, pues esta será esencial para despertar su interés. Lo que tratamos de decir es que el criterio esencial de decisión del socio industrial es el valor creado al «todo», no solo a la *startup* en sí misma, por lo que el equipo promotor que opte por tal tipo de socio debe tener en mente estas consideraciones a la hora de elaborar un plan de empresa que verdaderamente mueva al socio industrial a invertir en su sociedad.

Una consecuencia fundamental del propósito básico del capital riesgo en la inversión en la *startup*, esto es, la realización de su máximo potencial, es su interés por fomentar el sentido de propiedad de los promotores del proyecto para conseguir su compromiso con este. De ahí la necesidad de que el emprendedor mantenga un porcentaje mayoritario de la sociedad, se implique a tiempo completo en su actividad y aporte unas cantidades monetarias significativas que hagan que el empresario tenga verdaderamente algo que perder en caso de que el proyecto no tenga éxito.

En definitiva, lo que el socio financiero trata de hacer al estructurar una operación de inversión es incentivar al máximo al equipo promotor para que sus intereses estén totalmente alineados con los suyos propios. Para el socio industrial tal compromiso, siendo importante, no es indispensable. En primer lugar, al tratarse de un negocio relacionado con su propia actividad, es muy factible que el socio estratégico pueda encontrar dentro de su propio grupo a profesionales capaces de entender y hacerse cargo de la gestión de la empresa participada en caso de que ello sea preciso. Es decir, no está tan estrechamente atado al equipo promotor como el socio financiero, cuyo objetivo no es competir en el sector en cuestión, sino invertir y desinvertir. Así, el socio industrial se siente cómodo adquiriendo participaciones mayoritarias de la *startup* y ofreciendo al equipo promotor los incentivos habituales a disposición de los empleados clave de su propia empresa. En algunos casos incluso la relación del equipo promotor cuya empresa está participada por un grupo industrial se asemeja más a una relación laboral que a una relación de sociedad, con el correspondiente menoscabo de la independencia y autonomía características de la actividad emprendedora. En resumen, para el capital riesgo es imprescindible que el promotor se sienta pro-

pietario, independiente, autónomo y responsable de sus propios resultados, mientras que el socio industrial puede preferir sacrificar tales sentimientos en aras de una mayor armonía y encaje estratégico con su propio grupo.

Al ser la *startup* una entidad con vida propia dentro de su cartera de participadas, el socio financiero debe buscar mecanismos para controlarla y de esa manera proteger su inversión. Cada fondo o inversor suele confiar en unos sistemas de seguimiento y control propios, perfeccionados con el paso del tiempo y las enseñanzas que ha ido adquiriendo durante su actividad inversora. Estos mecanismos de control están basados en el seguimiento contable y financiero de la empresa participada y las métricas básicas definidas en el momento de la inversión para calificar la medida de su éxito. Por ejemplo, aparte de recabar los estados financieros y flujos de tesorería trimestrales, el capital riesgo puede solicitar a la empresa participada una rendición de cuentas de la marcha de sus objetivos de desarrollo de patentes, contratación de ingenieros u obtención de determinadas certificaciones, si es que tales elementos fueron considerados esenciales para asegurar el éxito de su plan de negocio. El socio industrial también ejercerá un control sobre la marcha de la empresa participada, si bien este puede ser totalmente distinto del realizado por el capital riesgo y basarse en los criterios corrientes para su propio grupo. Lo que suele ocurrir cuando una *startup* se integra con un gran socio industrial es que este impone a la participada la elaboración de los reportes de control y principios de contabilidad analítica seguidos en su empresa, de manera que le resulte comprensible el seguimiento de la operativa de la pequeña empresa en la que acaban de invertir. Nuevamente observamos cómo en esta metodología de seguimiento se aprecia el carácter más dependiente de la matriz, con la consiguiente pérdida de autonomía del negocio *standalone* en el que aspira a invertir un socio financiero.

Desde el punto de vista del atractivo para terceros que en un futuro puedan comprar al inversor su participación en la *startup*, la elección de un socio financiero o de un socio industrial tiene unas diferencias decisivas que el emprendedor debe valorar a la hora de buscar financiación. El capital riesgo es un socio

relativamente «aséptico» para futuros inversores o compradores de la *startup*. Cualquier inversor o potencial adquirente de una compañía participada por una sociedad de capital riesgo es consciente del carácter temporal que para tal firma tiene la inversión que ha realizado. El socio financiero ha invertido en una empresa con visos de aumentar significativamente su valor de mercado, la ha ayudado a crecer y en un determinado momento intentará vender su participación consiguiendo con ello una plusvalía, y sin ninguna pretensión de obtener más ventajas o beneficios de ella. Con el socio industrial, por su parte, podemos encontrarnos una realidad totalmente distinta. En primer lugar, es posible que para empezar este tipo de socio ni se plantee salir del capital de la participada; o, incluso teniendo disposición a realizar una plusvalía derivada de la venta de sus participaciones, opte por conservar un porcentaje de la participada que le permita disponer de cierto poder de decisión en sus órganos de gobierno y así asegurarse el acceso a su tecnología, recursos humanos, etc. Tanto en uno como en otro caso el emprendedor que en un momento dado desee vender su participación puede encontrarse con la desagradable sorpresa de que, a diferencia de lo que ocurre con un capital riesgo, solo tenga un único comprador potencial para sus acciones: el socio industrial con el que ya comparte la empresa. En otras palabras, la presencia de un socio industrial en el accionariado de una compañía puede disuadir a posibles compradores de pujar por tal empresa.

En este sentido el emprendedor podría encontrarse con dos tipos de situaciones: aquellas en las que la *startup* después de un tiempo en el que ha contado con un socio financiero o industrial vuelve a acudir al mercado a buscar financiación mediante la entrada de un nuevo socio en el accionariado, o aquellas en las que esta misma empresa en lugar de cerrar una nueva ronda busca un comprador que la adquiera mediante la venta de todas sus acciones o, por lo menos, las del equipo promotor. En el primer caso es donde se observa que el capital riesgo es un socio totalmente compatible con cualquier nuevo inversor que conozca sus características y sea consciente de que pasado un tiempo el socio

financiero deseará vender su porcentaje. Ahora bien, si en lugar de un capital riesgo el socio es un industrial, surge una complicación derivada de su propia naturaleza: por un lado, será difícil encontrar otro socio industrial distinto que desee compartir la empresa con el primero, por motivos de competencia; por otro lado, podría ser también un obstáculo la presencia de tal socio estratégico para que un potencial socio financiero invierta en la presente ronda, por los motivos que a continuación expondremos y que están relacionados con la venta a la que hicimos referencia al principio de este párrafo.

Efectivamente, si analizamos el escenario en el cual una empresa participada por un socio financiero o un socio industrial busca un nuevo inversor industrial que la compre podemos encontrarnos con que este nuevo adquirente no desee compartir el capital con su posible competidor, de manera que si este no vende su porcentaje el primero deseche la compra. Si renuncia a comprar, el socio industrial que actualmente se encuentra en el capital posiblemente sea el único candidato para adquirir las acciones del equipo promotor y el eventual socio financiero que en ese momento se encuentre en la empresa. Sabiendo esto, tal socio estratégico hará una oferta a la baja que el resto de socios tendrá problemas en rechazar so pena de permanecer indefinidamente en el capital.

En resumidas cuentas lo que tratamos de explicar aquí es que, con independencia de que un capital riesgo sea uno de los socios de la *startup*, la presencia en el accionariado de un socio industrial puede tener importantes consecuencias para la venta posterior (o búsqueda de capital adicional) de la empresa, dado el carácter no financiero sino estratégico de la inversión que tales socios realizan.

Por lo dicho hasta ahora podría parecer que estamos intentando justificar en todo caso la conveniencia de optar por la vía del socio financiero en la financiación de la *startup*, en detrimento de la vía industrial. En realidad, la tesis que defendemos es que ambas opciones tienen ventajas e inconvenientes, y por ello son adecuadas en función del caso concreto. Por ello es preciso sopesar el valor que puede aportar cada uno de

ellos a la sociedad y, por encima de todo, las barreras que tal socio puede levantar en la búsqueda de financiación o venta de la empresa. En estos casos el emprendedor debe comportarse como un capital riesgo y tomar decisiones en función de sus expectativas de futuro referentes a la salida de los socios o la suya propia.

Como hemos indicado anteriormente, conseguir financiación de un socio financiero es sumamente complicado y, en ocasiones, la única alternativa disponible será acudir a un industrial potente que cubra todas las necesidades financieras de la *startup*. En estos casos no hay otra opción. Pero cuando el equipo promotor pueda elegir entre uno u otro socio, los emprendedores deben considerar, entre otras, estas cuestiones:

- ¿Puede la empresa, contando únicamente con la aportación monetaria del capital riesgo, abrir el mercado de la manera prevista en el plan de negocio? ¿O precisará ayuda extra de un aliado del sector?
- ¿Qué valor añadido al plan de negocio inicialmente previsto por la *startup* tendría la entrada en el capital del socio estratégico?
- ¿Hasta qué punto tiene el socio industrial «músculo financiero» suficiente para afrontar todas las necesidades económicas de la *startup*?
- ¿Cuán sencillo será conseguir que el socio industrial compre las acciones del equipo promotor de la *startup* o se avenga a vender con él la totalidad de la empresa?
- ¿El socio industrial dispuesto a invertir en la empresa es un competidor directo o se trata de una empresa complementaria? ¿Hasta qué punto la presencia de tal socio industrial será un elemento disuasorio para la puja de posteriores inversores en la venta de la empresa?

En el fondo, de lo que se trata es de establecer el atractivo económico de cada uno de los socios desde el punto de vista del equipo promotor, que es el que debe elegir la alternativa que mejor haga crecer el negocio (y por consiguiente su patrimonio) y le

permita en un momento dado hacer líquida la inversión que ha realizado.

## **Tipos de inversores de capital riesgo**

Distinguiremos tres tipos de inversores de capital riesgo, el *Private Equity*, el *Business Angel* y el *Venture Capital*.

### *Private Equity*

Trataremos con brevedad el caso de los *Private Equity* puesto que son un tipo de inversores que guardan poca relación con la *startup* y el emprendedor. Se trata de grandes fondos que invierten, bien en compañías consolidadas, bien en situaciones especiales. En el primer caso aportan capital para la expansión de la compañía participada. Esta expansión puede estar causada por la apertura de nuevos mercados, la construcción de nuevas instalaciones o, incluso, la adquisición de una tercera empresa. Dentro de las operaciones especiales mencionaremos los MBO (*Management Buy-Out*), situaciones en las que el equipo directivo de una determinada compañía desea adquirir la empresa a sus actuales propietarios para dirigirla ellos mismos. Otra operación similar son los MBI (*Management Buy-In*) que se producen cuando un grupo de directivos que actualmente no está trabajando en la empresa objetivo adquiere esta nuevamente con intención de gestionarla.<sup>3</sup>

Una de las principales características que tiene la inversión de los *Private Equity* es su marcado carácter apalancado. El fondo de *Private Equity* cuando valora una oportunidad de inversión examina detenidamente las posibilidades que tiene de emplear deuda como medio de financiación de la operación, por lo que los fondos propios que debe aportar se reducen y, en consecuencia,

---

3 Retomaremos este tipo de operaciones en el capítulo final de salida del inversor.

la posibilidad de conseguir un ROE (rentabilidad de los fondos propios) atractivo es superior.

Existe un elevado número de fondos de *Private Equity*, con una alta variabilidad en criterios de inversión. Esto se explica en parte por la necesidad de diferenciarse unos de otros con vistas a captar nuevos partícipes que busquen diversificar su patrimonio.

Para la temática tratada en este libro y la realidad de las *startups*, el interés de los fondos de *Private Equity* radica en la posibilidad de que sea uno de ellos el que facilite la salida del *Business Angel* o del Venture Capital, inversor de capital riesgo que sí está dispuesto a tomar participación en una *startup*.

### *Business Angels*

Los *Business Angel* son particulares adinerados que invierten en proyectos empresariales que se encuentran en una fase muy temprana de desarrollo. Tales personas en su gran mayoría son empresarios que, o bien disfrutan emprendiendo nuevos tipos de negocios relacionados o no con su actividad principal, o bien por alguna razón no se encuentran en activo y desean dedicar parte de su tiempo a invertir y ayudar en la gestión de empresas en fase de arranque.

En algunos casos los *Business Angel* se asocian a unos clubs de inversión, denominados «red de *Business Angels*». La pertenencia a estos grupos les facilita enormemente su actividad inversora puesto que las redes periódicamente convocan foros en los que emprendedores que se encuentran buscando capital presentan sus proyectos a los *Business Angel* asociados a la red, con lo que la tarea de identificación de oportunidades la asume la organización.

Para un emprendedor que está dando los primeros pasos en la creación de su negocio captar un buen *Business Angel* es un gran logro, pues tal inversor no solo proporciona el capital que en ese momento necesite la empresa, sino que además, en caso de conocer el mercado en que opera la *startup* y disponer de tiempo

y voluntad para hacerlo, puede ayudar a que la empresa inicie sus actividades de manera exitosa.

Antes hemos señalado que captar un «buen» *Business Angel* es un gran logro para una *startup*. ¿Por qué poner especial énfasis en el calificativo «buen»? Al ser particulares, la forma en que deciden si invertir o no, y gestionar una empresa participada, presenta una alta variabilidad, y mientras algunos se muestran muy eficientes, otros son particularmente caóticos. En otras palabras, cada uno sigue sus propias reglas de actuación. Por ello resulta complicado proporcionar aspectos comunes en la operativa de los *Business Angel*, si bien a continuación trataremos de mencionar las principales ventajas de este tipo de inversor.

En general, el *Business Angel* suele ser un inversor más permisivo que los *Private Equity* y los *Venture Capital*, de los que hablaremos a continuación. No suele ser común que el *Business Angel* se fije unos criterios de inversión y no se separe de ellos bajo ningún concepto. Por ejemplo, un *Venture Capital* que se haya constituido con el objeto de invertir en proyectos de biomedicina jamás abandonará tal estrategia para participar en una empresa de telefonía. Un *Business Angel* en ocasiones se propone invertir en proyectos de un sector determinado, si es que por ejemplo se trata de un empresario retirado que proviene o ha tenido una experiencia anterior en tal sector. Sin embargo nada le impide renunciar a tal propósito si tiene noticia de una oportunidad de inversión en otra industria que le resulte especialmente atractiva.

Esta mayor laxitud en el enfoque de las inversiones hace que el *Business Angel* sea más flexible que el resto de inversores de capital riesgo a la hora de tomar decisiones. Así, mientras un *Venture Capital* puede llegar a tardar seis meses en materializar una inversión, un *Business Angel* al que le guste una determinada *startup* podría cerrar la operación en pocos días.

El *Business Angel* suele tomar posiciones más pequeñas, es decir, invertir cantidades inferiores a las del *Venture Capital* y, por supuesto, el *Private Equity*. Este es un criterio diferenciador esencial y de gran trascendencia para las *startups*. El *Venture Capital* es muy difícil que invierta menos de 150.000-200.000

euros en una operación, mientras que en muchos casos el proyecto empresarial que se encuentra en una fase muy temprana tal vez necesite una cantidad inferior a esa cifra.

El hecho de que el *Business Angel* esté dispuesto a invertir donde el Venture Capital no lo haría hace que este tipo de inversor tenga una gran importancia para la financiación de las *startups*. Sin embargo, a pesar de esta trascendencia, se observa en España una preocupante carencia de *Business Angel*. ¿Por qué motivo se da este aparente desinterés de los españoles adinerados por las *startups*?

Hay muchas razones que lo explican. A mi juicio son dos las principales. En primer lugar, el propio perfil medio del inversor español, totalmente opuesto al que caracteriza al *Business Angel*. Mientras el *Business Angel* es un inversor ágil, paciente y audaz, el inversor medio español es especialmente adverso al riesgo, cortoplacista, financieramente poco sofisticado, desinteresado por la tecnología y apegado a los bienes raíces. Este perfil de inversión busca refugio principalmente en el mercado inmobiliario, los depósitos a plazo y los fondos de inversión conservadores. En el caso particular de los inmuebles, tanto con posiciones especuladoras (compra sobre plano y venta) como de rentabilidad (alquileres). La burbuja inmobiliaria española premió este tipo de actitudes inversoras con rendimientos absolutamente desproporcionados, lo cual desvió el capital invertible de iniciativas empresariales creadoras de riqueza sostenible e innovación tecnológica.

Por esta razón la *startup*, a diferencia de lo que sucede en otros países, debe probar dos verdades: la primera, que es capaz de generar valor a sus accionistas (lo cual es evidente en todo el mundo), la segunda, que es capaz de generar más valor que los inmuebles en los plazos y con los riesgos que ha mostrado el mercado español. Hasta mediados de 2007 la guerra estaba totalmente perdida. Los pocos *Business Angel* que se adentraban en el proceloso mundo de la *startup* lo hacían para completar su cartera de inversión con los retazos que quedaban después de su fuerte inversión inmobiliaria. A partir de esa fecha los capitales se retiraron totalmente del mercado de inversiones, y los esfuerzos

del gobierno y el Banco de España se dirigieron a la recuperación de la confianza de los inversores para aumentar la afluencia de capital al tejido empresarial.<sup>4</sup>

Una característica esencial de los *Business Angel* es su dispersión geográfica. Al contrario que los grandes fondos e inversores, los *Business Angel* pueden tener su lugar de trabajo en pequeñas ciudades y pueblos. Este hecho facilita el acceso de capital a proyectos que tengan su origen en tales ubicaciones, ya que los *Business Angel* tienden a invertir únicamente en empresas que se encuentren dentro de su radio de acción pues su seguimiento y control les resultaría excesivamente gravoso si tuviesen que realizarlo recorriendo grandes distancias. Esta praxis es positiva, y de hecho en Estados Unidos existe una regla no escrita que dice que un inversor no debería poner dinero en ninguna empresa que se encuentre a más de una hora de vuelo de su domicilio.

---

4 Con todo, en el caso de la *startup* permanece una segunda complicación que también explica el poco interés de los españoles para invertir como *Business Angel*: el tratamiento fiscal adverso. Hasta la fecha en que se están escribiendo estas líneas (junio de 2010) el régimen tributario de la actividad inversora de los *Business Angel* se rige por los mismos principios que cualquier otra alternativa de inversión que no tenga el mismo perfil de riesgo ni la facultad de potenciar la innovación tecnológica o la creación de empleo.

Sin embargo, parece que la importancia del papel del *Business Angel* en el emprendimiento no ha pasado inadvertida para el legislador español, y así, con fecha 22 de abril de 2009, fue aprobada por la Comisión de Ciencia e Innovación del Congreso de los Diputados una proposición no de ley para la regulación de los *Business Angel* como instrumento de potenciación de la innovación. Las proposiciones no de ley son instrumentos que instan al gobierno a la adopción de textos o resoluciones que no tengan el carácter de ley, y que en el caso que nos ocupa constaba de tres contenidos esenciales:

- La creación de un marco normativo que reconozca la figura de los *Business Angel* al cual puedan referirse posteriormente todas las políticas de impulso de la actividad económica y el empleo a través de dicha figura.
- El inicio de procesos de colaboración entre la administración y las redes de *Business Angel* para la definición del futuro régimen jurídico fiscal de los *Business Angel*, y para establecer posteriores mecanismos de información como promoción y validación de proyectos, permitiendo la evaluación de su impacto sobre la economía.
- La articulación de estímulos financieros y fiscales pertinentes para la financiación mediante la figura de los *Business Angel*, al modo del capital riesgo y aplicables tanto a personas físicas o jurídicas.

Está por ver si este camino conduce a algún lado.

Sin duda la característica principal de los *Business Angel*, sobre todo cuando se comparan con inversores institucionales como los Venture Capital o los *Private Equity*, es la poca formalización del proceso de inversión que siguen o, por lo menos, la alta variabilidad que se observa en este tipo de inversor. Tendremos ocasión de analizar posteriormente cuáles son las fases que los inversores institucionales siguen metódicamente para realizar una operación. Estas fases son comunes a la casi totalidad de Venture Capital y *Private Equity*, y en muy raras ocasiones se dejan de cumplir tales pasos. Los *Business Angel*, en cambio, muestran un comportamiento menos metódico. Así, podemos encontrar casos en los cuales el *Business Angel* ha tenido noticia de una oportunidad, al día siguiente ha conocido al equipo promotor y en una semana se materializa la inversión, habiendo durado tal período de análisis y toma de participación unos pocos días. También es cierto que otros *Business Angel* son mucho más rigurosos y minuciosos cuando analizan una oportunidad y que su entrada en la participada tiene lugar pasados varios meses desde que empezó a considerar la operación. En definitiva, lo que se trata de subrayar aquí es el carácter personalista del enfoque de inversión de cada *Business Angel* y sus mecanismos de toma de decisión. La pertenencia de un *Business Angel* a una red de inversores sirve para hacer más organizada la inversión de sus socios, al regirse tales redes según unos procedimientos de análisis similares a los de los inversores institucionales.

Este carácter imprevisible de los *Business Angel* se manifiesta de un modo más acusado en su comportamiento una vez que se ha realizado la inversión en la *startup*. La manera en que cada *Business Angel* realiza el seguimiento y control de la empresa en la que ha invertido guarda relación con los hábitos, intereses y gustos personales de cada uno de ellos. Hay *Business Angel* que invierten para luego poder involucrarse activamente en la gestión de la empresa, con lo que suelen participar en la toma de decisiones y gestión operativa cotidiana de la *startup*, mientras que otros consideran que su inversión tiene simplemente un carácter financiero y, en consecuencia, dejan que sea el equipo promotor el que lleve la empresa esperando obtener un rendimiento atractivo del capital aportado al negocio en su salida.

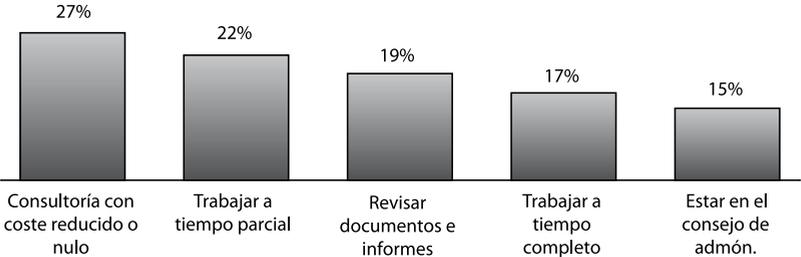
La desorganización que puede observar un *Business Angel* se pone de manifiesto no solo antes y durante la inversión, sino también en el momento de salir de la empresa. Con un Venture Capital el emprendedor sabe de antemano, más o menos, cuándo y cómo pretende desinvertir el fondo. El proceso está formalizado y las personas encargadas de llevarlo a cabo tienen experiencia en su ejecución. Sin embargo, con un *Business Angel* uno nunca sabe cómo se producirá la salida. Puede ser que se haga mejor incluso que con un Venture Capital, pero nada impide que, por ejemplo, un buen día el emprendedor reciba una llamada del *Business Angel* diciendo que ha sufrido pérdidas en otro negocio, o que se casa su hija, o que se va a ir de viaje y que no tiene más remedio que vender su participación. Resulta sencillo imaginar el caos que una situación así puede generar en la empresa. No se pretende con estas reflexiones generar alarma en los emprendedores, ni tampoco insinuar que este tipo de situaciones son frecuentes. Sí es justo señalar que en el caso de los Venture Capital este tipo de actuaciones es impensable.

No disponemos de información acerca del comportamiento observado por los *Business Angel* españoles tras su toma de participación en *startups*. En cambio sí que existen estudios referidos al mercado estadounidense y cuyos resultados efectivamente demuestran la gran dispersión de comportamientos de los *Business Angel*. En el gráfico siguiente se muestra un resumen de uno de tales análisis:

---

**Comportamiento de los *Business Angel* observado en Estados Unidos**

---



Fuente: Venture Planning Associates.

Del estudio descrito en la imagen se observa que:

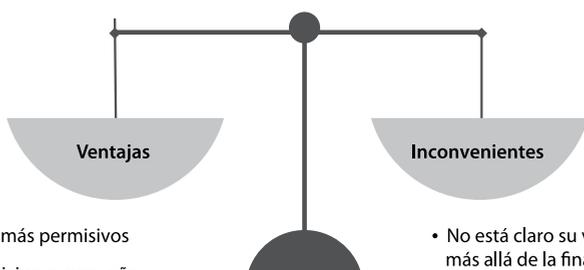
- En casi una cuarta parte de los casos, el *Business Angel* participa en la gestión de una manera no muy activa proporcionando únicamente asesoría sin coste, o con un coste muy reducido.
- En el 39% de los casos, el socio espera poder trabajar en la *startup* bien a tiempo completo o bien a tiempo parcial.
- En el resto de las ocasiones la presencia del socio es meramente testimonial, limitándose a revisar documentos o estar presente en los consejos de administración.

En definitiva, el *Business Angel* es un inversor ideal para la fase más incipiente de la *startup* en la que las necesidades de financiación son reducidas. El emprendedor que opte por dar entrada a un inversor de estas características debe, eso sí, dedicar el tiempo necesario para conocer personalmente al *Business Angel*, tratar de descubrir sus intereses en la inversión en su *startup* y consensuar el modo en que participará en la gestión de la empresa, haciéndose una idea de cómo se comportará durante su estancia en el capital.

---

### Ventajas e inconvenientes del *Business Angel*

---



- Inversores más permisivos
- Toman posiciones pequeñas
- Dispersos geográficamente
- Más rápidos en la toma de decisión
- Dispuestos a invertir donde otros no llegarían
- Generalistas
- Pueden avalar

- No está claro su valor añadido más allá de la financiación
- En ocasiones pueden incordiar bastante
- Más imprevisibles
- Su salida puede ser un problema (también en Venture Capital...)

## El Venture Capital

Sin duda el inversor más idóneo para el emprendedor es el Venture Capital. Un Venture Capital es un vehículo inversor, que generalmente adopta la forma jurídica de un FCR y que toma participaciones en proyectos que se encuentran en fase inicial de desarrollo y arranque. Conceptualmente no presenta grandes diferencias con el fondo de *Private Equity*, aparte del hecho de su foco de interés en *startups*. El Venture Capital, a diferencia del *Business Angel*, tiene unos claros objetivos de rentabilidad y política inversora, los cuales se reflejan en un proceso de toma de participación muy formalizado.

El Venture Capital, principalmente en aquellos países en los que su modelo tiene una mayor tradición, juega un papel esencial en la dinamización del tejido empresarial de base tecnológica. La razón de tal trascendencia radica en lo que la literatura anglosajona denomina *equity gap*.

¿Qué es el *equity gap*? En el desarrollo de una *startup* llega un punto en el que sus necesidades financieras son demasiado elevadas para ser cubiertas por los promotores o sus allegados y demasiado reducidas para entrar en el ámbito de acción de un fondo de *Private Equity*. Para complicar la situación, la financiación bancaria suele estar aún cerrada al encontrarse la empresa en un momento en el que las inversiones y costos fijos son aún elevados y su capacidad de generación de caja muy limitada.

Nos encontramos en estos casos con situaciones complicadas, puesto que la inyección de fondos propios por parte de socios financieros es insuficiente y el acceso al crédito está prácticamente cerrado. Definimos así el *equity gap* como aquel volumen de financiación necesario para una *startup* lo suficientemente alto para el promotor y lo suficientemente bajo para el *Private Equity*. En Estados Unidos el *equity gap* se cifra en torno a los 3-5 millones de dólares. En España tal rango oscilaría entre 0,5 y 2 millones de euros aproximadamente. El Venture Capital se sitúa en ese rango de inversión y por ello es la vía de escape más eficaz del *equity gap*. Ahí radica precisamente su gran importancia para la *startup*.

Ahora bien, ¿en qué consiste el negocio del Venture Capital? En invertir en *startups* y obtener rendimientos por la venta posterior de tales participaciones. Dicho así parece simple, pero la realidad es muy compleja. El Venture Capital se enfrenta a dos complicaciones: la primera, conseguir que la *startup* cumpla su plan de negocio y aumente su valor. Esto ya representa una dificultad mayúscula. Pero la segunda complicación es casi mayor: encontrar un adquirente que le compre su participación cuando le llegue el momento de salir.

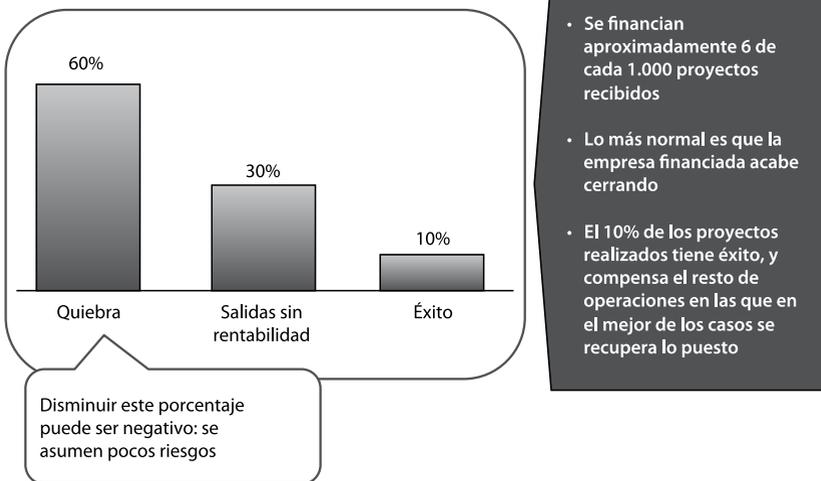
No es extraño pues que en la cartera de participadas de un Venture Capital muchas de ellas resulten fallidas o, como mucho, permitan al inversor únicamente recuperar el dinero puesto. En un estudio sobre los resultados obtenidos por las participadas de inversores en *startups* tecnológicas se obtuvieron estos datos:

---

### Salidas típicas de un Venture Capital en operaciones tecnológicas

---

#### Caso norteamericano



Fuente: John L. Nesheim. «High Tech Start Up».

Según este análisis vemos cómo en la mayoría de los casos las operaciones terminan en una quiebra, y que en un tercio de las operaciones aproximadamente la salida ofrece una escasa ren-

tabilidad al inversor. Es el 10% de las inversiones las que resultan en un beneficio para el Venture Capital, y esas pocas operaciones permiten al inversor recuperar todo lo perdido (o «no ganado») en el resto y conseguir la rentabilidad total de la cartera.

Porque ese es el negocio del Venture Capital: obtener una rentabilidad global de su cartera de inversiones. Y el inversor experimentado sabe que esa rentabilidad provendrá de una minoría de operaciones que suponen éxitos muy importantes.

Por consiguiente, para que los números le salgan al inversor, la rentabilidad que se obtenga de esos pocos casos de éxito debe ser anormalmente elevada. Y por eso en Estados Unidos se dice que el Venture Capital es un negocio de *homeruns* (en el béisbol un *homerun* es una jugada formidable y difícil de conseguir, consistente en que el bateador golpee la pelota de forma tal que le permite cubrir a él y a sus compañeros en base todas las bases de una sola vez).

En efecto, comprobando la distribución de rentabilidad de las operaciones del Venture Capital se observa:

---

### Rentabilidad observada en las salidas de Venture Capitals

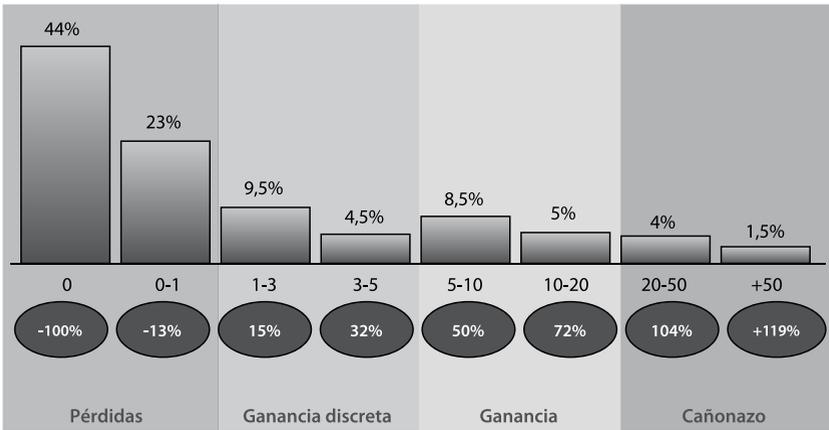
---

Múltiplos de inversión conseguidos. Caso norteamericano

x% TIR media en una salida en 5 años

Porcentaje de casos en que el Venture Capital sale a ese múltiplo

---



Es decir:

- En un 13,5% de los casos el socio financiero multiplica su inversión por 5-20, lo cual es un retorno extraordinario si considerásemos que no pierde en ninguna operación de su cartera pero la realidad es que pierde en dos tercios de las ocasiones.
- En el 5,5% de las operaciones el Venture Capital multiplica su inversión incluso por más de 50. Estas operaciones son los *homeruns*, que yo denomino más castizamente «cañonazos».

En definitiva:

---

*El Venture Capital es un negocio de «cañonazos».*

---

Solo aquellas operaciones que potencialmente puedan convertirse en un «cañonazo» serán tenidas en cuenta para invertir.

Ahora quizá resulte más comprensible al lector la razón por la que el inversor de capital riesgo demanda esos retornos tan anormalmente altos. Cada participada «avala» al resto, de manera que sin cada una de las *startups* de la cartera del inversor no se podría haber invertido en el resto.

Este es el planteamiento del juego del Venture Capital. Las reglas concretas las analizamos en el capítulo siguiente.

## **Origen y funcionamiento de un Venture Capital**

A pesar de que también los *Business Angel* pueden ser calificados como inversores de capital riesgo, haremos referencia en este apartado a los Venture Capital, inversores institucionales profesionalizados y especializados en la *startup*. Los fondos de Venture Capital presentan un esquema básico de compor-

tamiento similar, pudiéndose observar diferencias de matiz en aspectos concretos. En todo caso, conviene antes de nada identificar a los actores que intervienen en el proceso y qué papel cumplen en este.

- En primer lugar debemos mencionar a los «partícipes» del fondo. Un partícipe es un particular, una empresa o una institución que aporta al Venture Capital el dinero para que este lo invierta en las *startups* (a las que se denomina «empresas participadas» una vez que el fondo ha invertido en ellas) y extraiga de él una rentabilidad. Es decir, son los verdaderos inversores del fondo y aquellos que en definitiva soportan los riesgos y disfrutan las rentabilidades que el Venture Capital consiga realizar.
- El equipo gestor del fondo de capital riesgo está compuesto por los profesionales que trabajan en él. Su trabajo consiste en detectar oportunidades de inversión, analizar su atractivo, proponer al comité de inversión en qué empresas invertir, participar en la gestión de las empresas participadas y, llegado el momento de desinvertir, dirigir el proceso de salida.
- Por último, el comité de inversión es el «decisor» del fondo, que aprueba las inversiones que este llevará a cabo. Es un órgano colegiado que suele estar formado por representantes de los partícipes, del equipo gestor y otros miembros independientes de reconocido prestigio en el mundo empresarial.

La creación de un fondo de capital riesgo tiene su origen en el impulso de un equipo promotor, que suele estar integrado por los futuros miembros del equipo gestor y algún partícipe. La principal tarea de los promotores de un fondo de capital riesgo es localizar a los inversores que aportarán el capital que el nuevo vehículo inversor se propone invertir. Este dinero no debe ser puesto por los partícipes de manera inmediata cuando se constituye el fondo; en realidad lo que los partícipes hacen es suscribir compromisos de aportaciones, que serán de obligado cumplimiento

en el momento en que el comité de inversión apruebe realizar una determinada operación.

Un fondo de capital riesgo nace con una vida determinada, por ejemplo diez años. Se propone captar un determinado nivel de fondos, por ejemplo 20 millones de euros, que deberá invertir y desinvertir durante sus años de vida. Es decir, al contrario de lo que sucede con las empresas tradicionales que tienen una vocación de existencia indefinida, un fondo de capital riesgo se crea con una misión (invertir un determinado capital) que se realizará durante un tiempo prefijado, pasado el cual el fondo dejará de existir y sus promotores, eventualmente, crearán otro.

De lo anterior se deduce una característica esencial en los fondos de capital riesgo, y es el doble compromiso existente entre los partícipes y el equipo gestor. Mientras el partícipe se compromete a aportar el capital para que el fondo pueda financiar las participadas que decida, el equipo gestor se compromete a localizar unas oportunidades que cumplan los criterios de inversión que se decidieron en el momento de la creación del fondo y para lo cual se fijará un determinado calendario. Esta es la razón por la que en ocasiones un fondo de capital riesgo puede verse en la urgencia de cerrar una operación antes de determinada fecha, pues el incumplimiento de los plazos establecidos con los partícipes puede tener consecuencias indeseadas para los promotores (por ejemplo, la pérdida de fondos comprometidos por aquellos). También la urgencia puede surgir por la proximidad del tiempo de expiración del fondo (recordemos que se crea con una duración determinada), por lo que las salidas deben realizarse antes de esa fecha.

Vemos pues que en realidad el fondo de capital riesgo es un vehículo inversor creado con el objeto de generar valor a sus partícipes, por lo que implicará unos gastos que les serán cargados a aquellos. Los principales costes que genera la operativa de un fondo de capital riesgo son dos:

- Comisión de gestión (*management fee*): esta comisión retribuye el trabajo del equipo gestor del fondo. Se trata de un coste fijo recurrente y cuyo importe anual aproximado suele situarse en torno al 2% del total de fondos gestionados.

- Comisión de éxito (*carry*): esta comisión premia el rendimiento del equipo de gestión en su trabajo, incentivándole para conseguir la mayor rentabilidad posible para el partícipe. Se trata de un porcentaje sobre la plusvalía obtenida en la desinversión de la empresa participada y que asciende aproximadamente al 20%. Es decir, se trata de un coste variable incurrido en la salida de la inversión en caso de que esta haya dado lugar a un beneficio para el fondo.

Estas dos comisiones explican que la rentabilidad que extrae un fondo de capital riesgo de una determinada empresa participada no se repercute directamente al inversor del fondo, pues previamente han debido ser deducidos los costes anteriores. Veamos a continuación un ejemplo para cuantificar el impacto de tales costes en la rentabilidad que obtienen los partícipes del fondo. Esta información es básica para entender las razones que explican las tasas internas de rentabilidad (TIR) tan elevadas que persiguen los Venture Capital en sus inversiones y que frecuentemente escandalizan a los emprendedores.

---

## Ejemplo

---

Supongamos que un equipo promotor crea un fondo de capital riesgo y consigue levantar 20 millones de euros. El fondo tiene un horizonte temporal de diez años. La comisión de gestión será el 2% y la comisión de éxito un 20% de las plusvalías.

De entrada sabemos que el total de fondos invertibles ya no son 20 millones de euros, sino 16 millones, pues los otros 4 millones serán pagados al equipo gestor como comisión de gestión.

Fondos invertibles = Total fondos levantados – Comisión de gestión

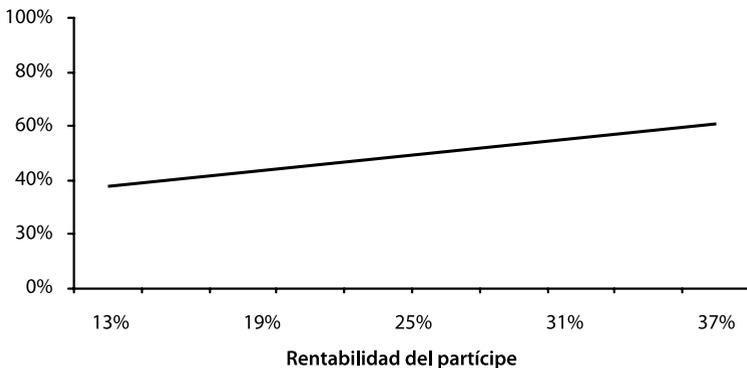
$$\text{Fondos invertibles} = 20 - (20 \times 2\% \times 10) = 16$$

Simplificando los cálculos y suponiendo que el fondo realiza 10 inversiones en las que pierde todo lo puesto en 5 de ellas, recupera lo invertido en 3 y obtiene rentabilidad en 2 participadas, obtenemos los resultados mostrados en este gráfico.

## Relación entre la TIR exigida y rentabilidad del partícipe del fondo

- La rentabilidad que obtiene el partícipe depende no solo de la TIR de las participadas, sino del porcentaje de éxito y los costes del fondo
- Hipótesis: fondo de diez años, *management fee* de 2%, *carry* del 20%, 50% de operaciones en las que se pierde todo y 30% en las que se recupera la inversión

### TIR de las participadas



En el eje de abscisas tenemos la rentabilidad que obtiene el partícipe de su inversión en el fondo y en el eje de ordenadas la TIR que es preciso obtener de las dos participadas en las que se obtuvo rendimientos positivos para alcanzar tal rentabilidad para el partícipe. Si, por ejemplo, se pretende que el partícipe obtenga un 25% de rentabilidad neta (esto es, después de los costes del fondo), las dos operaciones con beneficio deben proporcionar una TIR del 53%. Si el partícipe obtiene un 21%, la TIR exigible a las participadas cae al 48%; y si el partícipe debe conseguir el 35% con los datos del ejemplo la TIR de las participadas debe ser el 65,5%.

En el capítulo de valoración, al explicar el *VC method* se presenta un modelo económico denominado «múltiplo de salida» (MultipVC.xls) (véase el modelo de la página 194)<sup>5</sup> donde el lector puede comprobar cómo afectan a la rentabilidad final los costes del fondo y la distribución de su éxito (medido como porcentaje de operaciones en las que gana o pierde dinero). En la medida en que el fondo es más barato o el equipo

5 Todos los ejemplos incluidos en el libro pueden encontrarse en la página web <[www.finanzasparaemprendedores.planetadelibros.com](http://www.finanzasparaemprendedores.planetadelibros.com)>.

gestor más competente, la TIR objetivo podrá ser inferior para que el participe obtenga su rentabilidad objetivo.

---

En la mayoría de los casos los fondos no valoran las oportunidades de inversión aplicando estas TIR tan elevadas. Si lo hiciesen no entrarían en ninguna *startup*. El ejemplo apuntado debe servir para que el emprendedor entienda por qué es importante para el capital riesgo obtener rendimientos tan elevados de su empresa: para poder invertir en las demás. Como dijimos, cada participada «avala» al resto de participadas, de manera que la TIR objetivo que se fija el fondo sirve para que pueda hacer operaciones en las que posiblemente perderá todo su dinero.

Cuando un equipo promotor decide crear un fondo de capital riesgo debe definir una estrategia de inversión, que marcará las características que deben reunir sus futuras empresas participadas. La elección de estos criterios de inversión es clave para la captación de capital de partícipes, por lo que constituye un elemento diferenciador esencial entre los fondos, junto con la composición y calidad del equipo gestor. Los principales criterios de inversión que se eligen como estrategia son los siguientes:

- **Sector:** define el sector de actividad donde el vehículo inversor operará. Así, un fondo puede tener carácter «generalista» si es que puede participar en empresas de distintos sectores o, por el contrario, estar especializado en biotecnología, Internet, *software*, etc. La creación de un fondo especializado debe estar avalada por la experiencia y éxito del equipo gestor que lo dirigirá, y además refrendada por el atractivo que tal sector tenga en la economía en un momento determinado.
- **Geografía:** lugar donde deben estar radicadas las empresas participadas. El fondo puede ser desde el punto de vista geográfico de carácter «generalista», si no tiene ningún límite a la hora de elegir el lugar donde invertir. En cambio, otros fondos pueden tener un carácter local si su estrategia

de inversión les impone que las empresas participadas deban tener su sede en un país, una comunidad autónoma, una provincia o, incluso, una ciudad determinada. En general, aquellos fondos cuyos principales partícipes son entidades de carácter público tienen una estrategia de inversión acotada desde el punto de vista geográfico, dado que el propósito principal que busca el ente local que crea el vehículo inversor es promover la actividad empresarial en su territorio.

- Tipo de operación: con este criterio, el fondo debe detallar las características de la operación que pretende financiar. Estas características dan lugar a distintas modalidades de operaciones, como «semilla», expansión, MBO, etc.
- *Ticket*: es el tamaño de la inversión que realizará el fondo en cada operación, por ejemplo 1 millón de euros por participada. Normalmente el fondo fija en su estrategia de inversión el *ticket* máximo que podrá asumir por participada, dependiendo este del tamaño del fondo, entendido como el total de dinero que tiene a su disposición para invertir (patrimonio). Si una operación concreta tiene gran atractivo para un fondo, pero requiere una inversión superior a su *ticket* máximo, la opción que tiene a su disposición es la «coinversión». Coinvertir en un proyecto supone localizar otro inversor que aportará conjuntamente fondos a la empresa participada. La coinversión es una práctica bastante común en el capital riesgo, pues permite a los inversores compartir el riesgo con otros, teniendo así acceso a operaciones mayores.

El modo en que trabaja un fondo de capital riesgo es bastante sencillo. El equipo gestor detecta una oportunidad y, tras analizarla y considerarla adecuada, la presenta al comité de inversión para que este valore la idoneidad de la inversión. El comité de inversión se reúne y, eventualmente, aprueba la toma de participación. En el caso de las desinversiones, llegado el momento de hacerlo, el equipo gestor trabajará en la identificación de un comprador para su porcentaje y cuando tenga una propuesta con-

creta volverá a convocar al comité de inversión, que decidirá si se realiza o no la operación de venta.<sup>6</sup>

Uno de los aspectos que más sorprende al emprendedor que por primera vez se acerca a la realidad del capital riesgo es el hecho de que aporten elevadas cantidades de dinero mediante la toma de participación en el capital social de la empresa. Esta incredulidad tiene su origen en el hecho de que las *startups* suelen tener un capital social reducido y, en consecuencia, una ampliación de capital por un importe muy elevado se traduciría prácticamente en la cesión total de la empresa al inversor.

En realidad, el capital riesgo que invierte en una *startup* (el Venture Capital) rara vez desea convertirse en el socio mayoritario de una empresa en la que participa. Al contrario, este tipo de inversor prefiere que sea el equipo promotor el que más tenga que perder en caso de que la aventura empresarial no obtenga los resultados deseados y, de paso, recabar de los emprendedores el mayor compromiso posible para con su empresa. Siendo esto así, ¿cómo se realizan las ampliaciones de capital para dar entrada al socio financiero? Mediante las primas de emisión.

---

## Ejemplo

---

Supongamos el caso de una *startup* que cuenta con un capital social de 50.000 euros representados por 50.000 participaciones de un euro de valor nominal cada una. Esta empresa entra en contacto con un fondo de capital riesgo que, después de un largo proceso negociador, accede a invertir 500.000 euros a cambio de un 33% del capital de la empresa.

Si después de la ampliación de capital el inversor se queda con el 33% de las participaciones deberán emitirse un total de 24.626 participaciones nuevas:

---

6 En Estados Unidos ha surgido una nueva figura de Venture Capital que, además de analizar e invertir en proyectos que le son presentados por emprendedores, detecta proactivamente oportunidades en el mercado y lanza por sí mismo una empresa. Se trata pues de un inversor que actúa también de «emprendedor», si bien ese papel lo asumirá un promotor de su confianza a quien se le dará una participación en el proyecto. Son *startups* que parten con ventaja, pues ya nacen con financiación.

$$24.626 / (24.626 + 50.000) = 33\%$$

Dado que cada participación vale un euro, la ampliación de capital equivale a una aportación de 24.626 euros. Faltarían por poner 475.374 euros para alcanzar la cifra objetivo de 500.000 euros.

Esa cantidad se lleva a unas reservas de la sociedad denominadas «prima de emisión», que contablemente se encuentran en el pasivo del balance de situación y que computan como fondos propios pero no como porcentaje de capital. Es decir, el inversor realiza efectivamente una aportación de 500.000 euros asumiendo el mismo riesgo que cualquiera de los socios de la empresa y obteniendo a cambio la participación minoritaria que se había negociado con el equipo promotor.

---

En otros países la forma de realizar la inversión es distinta. En Estados Unidos, por ejemplo, la praxis para dar entrada al capital riesgo consiste en emitir otro tipo (serie) de acciones con un valor nominal distinto al de las acciones del emprendedor. Generalmente se suele denominar a las acciones de los promotores «serie A» y a las sucesivas ampliaciones de capital suscritas por un inversor financiero se las reconoce con una letra distinta, «serie B», «serie C», y así sucesivamente. Estas series están compuestas de acciones preferentes que además tienen asociados una serie de derechos especiales. En el momento de la salida del inversor estas acciones preferentes se convertirán en acciones ordinarias de la serie A mediante una fórmula de conversión pactada en el momento de realizar la ampliación de capital. En España esta posibilidad existe legalmente, aunque suele ser mucho más común el recurso a la prima de emisión.

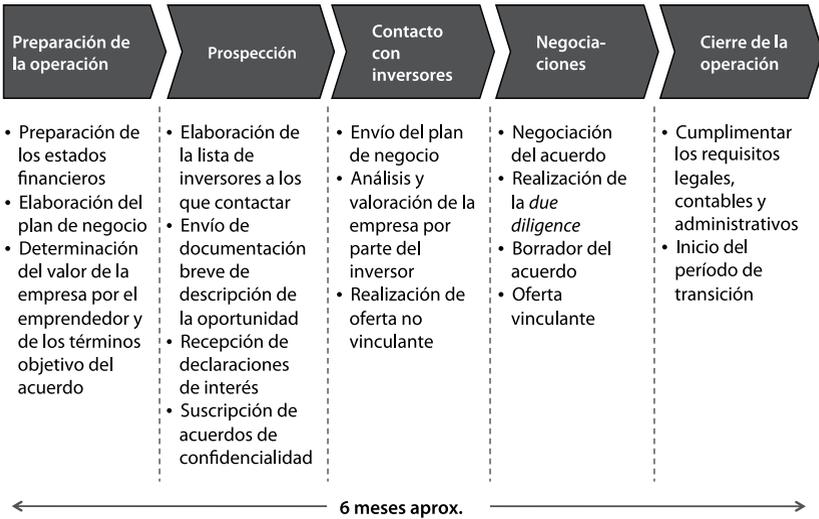
## **Proceso de inversión**

Trataremos ahora sobre el modo en que el Venture Capital analiza la operación y decide en qué empresas invertir y cuáles des-  
echar. Conocer este proceso de decisión es esencial para extraer  
las conclusiones oportunas sobre el mejor modo de presentar la  
oportunidad por parte del emprendedor.

### **Fases del proceso de inversión**

El análisis de la oportunidad se enmarca en un proceso más  
amplio, el de toma de participación. Este proceso suele durar  
unos seis meses y consta de cinco fases. El siguiente cuadro  
resume el proceso, que describiremos a continuación.

## Proceso de toma de participación



### Preparación de la operación

Esta fase la realiza íntegramente el emprendedor. Empieza con su decisión de que el capital riesgo es la alternativa de financiación más adecuada para su *startup*. Se preparan entonces los materiales necesarios para exponer la oportunidad de inversión, en particular el plan de negocio. Esta documentación se sintetizará en un resumen ejecutivo de un par de páginas, que será el primer papel que reciba el potencial inversor y que determinará su voluntad de recibir o no el plan de empresa completo.

También conviene recopilar en esta fase toda la información que el inversor solicitará en caso de estar interesado en participar (escrituras, poderes, contratos de trabajo, acuerdos firmados, cuentas de la empresa, declaraciones fiscales, etc.).

El plan de negocio debe incluir un plan financiero con su correspondiente modelo económico. El emprendedor ha de familiarizarse con dicho modelo para poder realizar las simulaciones oportunas a lo largo de la negociación con el inversor.

Por último, en esta fase conviene que el equipo promotor determine el valor del negocio y la estrategia de financiación de la empresa.

## Prospección

Elaborados todos los materiales necesarios para promover la operación de inversión, el emprendedor debe ahora escrutarse el mercado de Venture Capital para identificar aquellos más adecuados para presentarles su operación. Una forma de hacerlo es revisar la relación de entidades de capital riesgo que aparece en la página web de la CNMV<sup>1</sup> o los socios de ASCRI, la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.<sup>2</sup>

Disponer del nombre del inversor no es suficiente. Para realizar correctamente la lista de candidatos, el emprendedor ha de revisar la página web de cada entidad para conocer de primera mano su estrategia de inversión y determinar si la *startup* reúne las características de tal estrategia. Además es muy recomendable echar un vistazo a la cartera de participadas del inversor. En ocasiones el patrón por el que están cortadas tales empresas es similar y un observador cuidadoso puede llegar a imaginarse si una determinada *startup* «encaja» en esa cartera. Tanto la estrategia de inversión como la cartera de participadas suele encontrarse en la página web de los inversores.

Cuando haga este ejercicio de prospección, el emprendedor se dará cuenta de que hay uno o varios Venture Capital que parecen especialmente adecuados para su empresa. Bien sea porque invierten en su sector, están próximos a su ciudad, han invertido antes en negocios complementarios. Por ello, sugiero esta regla:

---

***No enviar la documentación a los inversores más prometedores en primer lugar.***

---

1 <<http://www.cnmv.es/portal/Consultas/IndiceECR.aspx?lang=es>>.

2 <<http://www.ascricri.org/socios.php?seccion=2&subseccion=2>>.

¿Por qué? ¿No estamos perdiendo el tiempo? No. Posiblemente la oportunidad tal y como la hemos planteado tenga algún defecto que el inversor que no esté interesado en nosotros no tendrá ningún problema en hacernos saber cuando nos transmita su negativa a invertir. Este *feedback* vale su peso en oro, y nos permite corregir o aclarar estas deficiencias para que el próximo inversor, este ya sí muy adecuado para nuestra empresa, encuentre la oportunidad libre de aquellas.

Cuando se contacta por vez primera con el inversor no procede enviarle el plan de negocio completo. Le haremos un gran favor si le remitimos un breve resumen ejecutivo de la oportunidad en uno o dos folios, pues con esta breve nota el Venture Capital será capaz de saber si merece la pena seguir adelante con el análisis o no. Como veremos, en un gran número de casos el emprendedor remite su documentación a inversores equivocados, y el Venture Capital detecta este hecho de la simple lectura del resumen. Esta práctica preserva además la confidencialidad de la *startup*, pues evita que información muy sensible circule por el exterior.

En caso de que el inversor esté interesado en saber más acerca de la *startup* solicitará el plan de negocio completo, firmando entonces si se lo requiere el emprendedor una carta de confidencialidad. Ciertos equipos promotores se toman muy a pecho la firma de esta carta, aunque personalmente veo en ella un efecto placebo. Si la tecnología está protegida, la confidencialidad tiene un valor secundario. Si la fortaleza de la iniciativa radica en el equipo humano del proyecto, la confidencialidad es sencillamente innecesaria. Los Venture Capital de reputado prestigio lo basan en el respeto de las mejores prácticas profesionales, siendo la confidencialidad una de las principales. No debe temer nada el emprendedor que entre en conversaciones con ellos.

## Contacto con inversores

La recepción del plan de negocio completo permite al inversor hacer un análisis exhaustivo de la oportunidad de negocio. Más adelante veremos cómo realiza este estudio. Por ahora diremos

que este se desarrollará a lo largo de varias semanas en las que el emprendedor y el inversor sostendrán varias reuniones en las que se conocerán mutuamente.

El objetivo final del inversor en esta fase es determinar si la *startup* reúne los requisitos necesarios para que él pueda invertir en ella y si, respecto a otras opciones en las que puede aportar su capital, esta oportunidad concreta representa una elección óptima en términos de riesgo y rentabilidad potencial. También analiza el Venture Capital si su presencia en esta empresa puede representar un valor adicional a la mera aportación de fondos.

Precisamente este análisis respecto a otras alternativas es una cuestión que no debe pasar desapercibida a los emprendedores. El dinero del Venture Capital es finito y todos los emprendedores que acuden a él participan en una suerte de competición (los anglosajones lo llaman *beauty contest*, «concurso de belleza») en la que solo unos pocos podrán ser financiados. Esa es la razón por la que en tiempos de crisis en los que el dinero escasea, los requisitos exigidos a una *startup* en términos de riesgo y rendimiento se hacen más exigentes: no solo porque el inversor es más cauto, sino también porque al haber más candidatos el listón sube.

En la fase de contacto con los inversores es posible que el emprendedor introduzca nuevos elementos en su plan de negocio o cambie algunos apartados si es que durante esas semanas se han producido sucesos que justifican tales modificaciones. Sin embargo, lo que no suele estar bien visto son los giros de timón bruscos en el planteamiento central del plan de negocio original que se remitió al inversor. Un equipo promotor debe acudir a buscar financiación habiendo hecho sus deberes y estando convencido de sus objetivos y estrategias. Por eso, los volantazos señalan al Venture Capital que el emprendedor no tiene una idea clara de su modelo de negocio y dejan en el ambiente una sensación de improvisación y azar que generan desconfianza en los inversores.

Si el Venture Capital está convencido de que esta *startup* representa una buena oportunidad de inversión, manifestará su intención de invertir mediante la emisión de una carta de condiciones (*term-sheet*) que recoge los puntos básicos del acuerdo

que regirá su entrada en el capital. Los términos de esta carta constituyen los puntos que se negociarán en el acuerdo final, y por ello marca el inicio de la fase siguiente.

## Negociaciones

Raramente la carta de condiciones es innegociable. Por ello durante las reuniones que siguen a la recepción de esta, el emprendedor tendrá la oportunidad de pactar con el inversor las condiciones finales de su entrada en la *startup*.

En paralelo suele hacerse una *due diligence* (también llamada en español «diligencia debida»), en la que el inversor revisará la documentación de carácter legal, tributario y administrativo de la empresa, así como todos aquellos datos adicionales que considere necesarios para verificar que la sociedad se encuentra apta para la inversión.

Conviene advertir que el inversor de capital riesgo invierte en sociedades que se encuentran en una situación legal totalmente regular. El emprendedor no debe nunca proponer iniciativas fuera de la ley (emplear a trabajadores sin contrato, realizar operaciones sin factura, etc.). El capital riesgo es un socio que no tolerará en ningún caso actividades de este tipo.

La *due diligence* de carácter legal suele complementarse con otra *due diligence* tecnológica, en la que el inversor revisará y evaluará el estado de la tecnología de la *startup*. Para ello recurrirá a asesores técnicos de su confianza, que visitarán la empresa y emitirán su opinión al Venture Capital.

Concluida la *due diligence* y negociado el acuerdo se realiza una oferta vinculante y entonces se procede a cerrar el acuerdo.

## Cierre de la operación

No debe el emprendedor minusvalorar el tiempo y esfuerzo que llevará cumplimentar los trámites legales y administrativos de la inversión del Venture Capital. En esta fase se sub-

sanan aquellos defectos encontrados en la *due diligence*, se acude al notario para elevar a público los correspondientes acuerdos y se cumplimentan los trámites administrativos que procedan.

A continuación empieza un período de transición en el que se forman los órganos sociales de gobierno de la empresa y se inicia la puesta en marcha del plan de negocio.

## **Fases de análisis de una operación de Venture Capital**

La tarea central del proceso de inversión, y una de las funciones que más tiempo consume al equipo gestor de un fondo de capital riesgo, es el análisis de las oportunidades de negocio en los que invertir. El emprendedor debe conocer en detalle este método de análisis para presentar mejor su *startup*.

Por lo que respecta al Venture Capital, en la gran mayoría de casos las oportunidades le vienen solas a su mesa de trabajo. Son las oportunidades «no solicitadas». Se trata de emprendedores que, necesitados de financiación, contactan por su cuenta con el inversor haciéndole llegar la información acerca de su *startup*. Los *Private Equity*, en cambio, son más proactivos y, aparte de recibir solicitudes de inversión no solicitadas, suelen realizar ellos mismos búsquedas de empresas en el mercado en las que realizar sus inversiones.

El tono del análisis en ocasiones sorprende al emprendedor, pues durante este:

---

***El Venture Capital no busca razones para invertir, sino justo lo contrario: razones para no hacerlo.***

---

Se trata de una «caza de brujas» en toda regla. Todo está en cuestión, todo se debate. El tamaño de mercado, los márgenes, la reacción de los competidores, el atractivo del producto en una determinada región, todo aquello que el emprendedor destaque

como ventaja competitiva de su *startup* será sometido a un escrutinio inflexible por parte del Venture Capital.

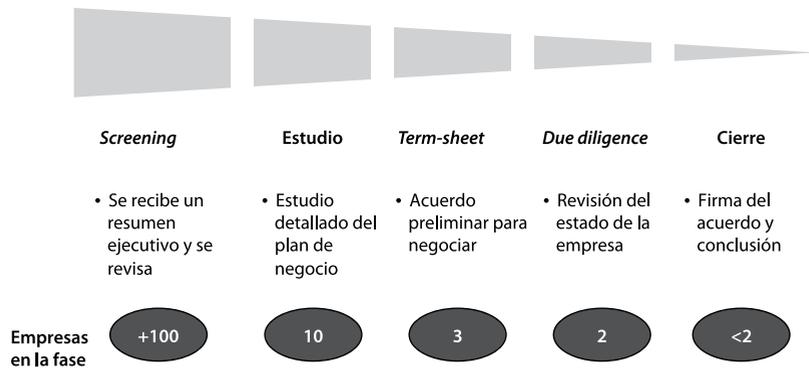
No debe extrañar entonces que conforme avanzan las oportunidades por las etapas del proceso de análisis, aquellas van siendo eliminadas. De manera que más que un «tubo» el proceso es un «embudo», en el que entran muchas *startups* y solo salen unas pocas. De hecho, se ha estimado que menos del 2% de las oportunidades que se analizan seriamente por el capital riesgo resultan finalmente objeto de su inversión.

El proceso de análisis es similar al proceso de inversión descrito en el apartado anterior porque a lo largo de aquel el Venture Capital nunca deja de analizar la *startup*. Podemos describirlo en los pasos mostrados en este gráfico, a los que añadimos el número de *startups* que, según la experiencia, los van superando.

---

### Fases de análisis de una operación

---



Fuente: Andrew Metrick. «Venture Capital and the finance of innovation».

El análisis empieza en la fase de *screening*, donde se analizan los resúmenes ejecutivos. Esta fase es de descarte, pues no se entra en el fondo del negocio, que ni siquiera se conoce al no disponerse del plan de empresa completo. Simplemente se desechan aquellas *startups* en las que no merece la pena ni siquiera pedir el plan de negocio.

¿Cómo puede un inversor estar tan seguro como para descartar una oportunidad sin haber revisado antes su plan de negocio? Hay varias causas posibles. La principal es que la *startup* no es susceptible de inversión porque no se ajusta a la estrategia de inversión del Venture Capital. En otras palabras, el emprendedor no ha hecho correctamente su búsqueda de inversor potencial y ha enviado su resumen ejecutivo a alguien que sencillamente no puede invertir en su sociedad. Por ejemplo, se envía un resumen de una *startup* que ha desarrollado un *software* de seguridad de redes a un Venture Capital que invierte en biomedicina.

Pero hay otras muchas razones. La mayoría relacionadas con la naturaleza de inversión del capital riesgo. Presentamos a modo de ejemplo unas oportunidades claramente descartables que no superarían la fase de *screening*:

- Negocios del sector inmobiliario, promociones de viviendas, venta de naves o suelo, constructoras que precisan de circulante. Negocios del sector financiero. El capital riesgo no está para invertir en ellos.
- Explotaciones agrícolas, ganaderas o forestales de carácter tradicional. En general, toda producción de *commodities*, entendida como producto sin diferenciación, no suele despertar el interés del Venture Capital.
- Empresas en situación de insolvencia o en grave crisis. El Venture Capital no es un inversor de rescate. Es lógico pensar que la *startup* no nade en dinero ni arroje unos pingües beneficios cuando acude al inversor, pero si está condenada y le quedan solo unas pocas semanas de vida lo normal es que ni siquiera llegue a tiempo de completar todo el proceso de análisis.
- Emprendedores ancianos. El Venture Capital es un negocio de gente relativamente joven. Las operaciones se realizan con la vista puesta en la salida que puede ocurrir más de cinco años después de la entrada en el capital. Además, se espera del emprendedor un gran consumo de energías en la empresa. No pretendo decir que los emprendedores

de mayor edad no sean capaces de trabajar duro, pero un emprendedor con una edad próxima a la jubilación genera unas dudas en el Venture Capital que los jóvenes le ahorran.

- «Inventores». El capital riesgo invierte en proyectos empresariales, no en inventos. Con el término «inventores» incluyo a todos aquellos que habiendo inventado un determinado artilugio proponen al Venture Capital que monte una empresa para comercializarlo. El inventor puede o no estar interesado en trabajar en tal empresa, pero lo que nunca hace es poner dinero de su bolsillo en la *startup*. Retomaremos más adelante esta cuestión.
- Negocios «a pie de calle», como peluquerías, talleres, guarderías, etc.
- Negocios poco creíbles, estafalarios, de dudosa legalidad.

De la fase de *screening* se caen la gran mayoría de las oportunidades que llegan al escritorio del inversor. Solo aquellas que sí parecen reunir los requisitos mínimos serán objeto de un análisis más detallado, y para ello el Venture Capital contactará con el emprendedor solicitándole el plan de negocio completo.

Durante la fase de estudio el inversor revisará todos y cada uno de los elementos del plan de negocio para identificar aquellas partes que puedan poner en cuestión la consecución de los objetivos financieros que el emprendedor se ha fijado. En otras palabras: buscarle fallos.

A lo largo de este estudio el Venture Capital se hará una idea clara acerca de la oportunidad de inversión. Su calidad, su encaje con su propia estrategia de inversión, su probabilidad de éxito, etc. Por ello el resultado del estudio dependerá de la decisión final sobre la *startup*: si se decide desecharla, justificar la decisión; si se decide invertir, identificar aquellos aspectos que pueden hacer fracasar la empresa de manera que sean tenidos en cuenta a la hora de poner en marcha el plan de negocio.

Las causas por las que una oportunidad es rechazada durante el proceso son innumerables. El Venture Capital puede