

que no sea un experto en el sector de la *startup*, pero a lo largo del estudio adquirirá muchos conocimientos sobre el tema. Así, se hará una idea acerca del negocio en general y de la *startup* en particular. En cualquiera de estos dos ámbitos pueden surgir luces rojas que le desaconsejen la inversión. Más adelante analizaremos los criterios de evaluación de un Venture Capital.

Si la *startup* supera esta fase de estudio, el inversor emitirá una carta de condiciones o *term-sheet*, cuya negociación servirá para elaborar el acuerdo final de inversión.

En esta etapa las causas de fracaso en el cierre final de la operación son dos: la principal, una falta de consenso entre el inversor y el emprendedor en los términos de la entrada del primero en el capital (valoración, condiciones de salida, composición de los órganos de gobierno de la empresa, etc.). Pero también puede ocurrir que durante las negociaciones salgan a la luz hechos o situaciones no detectados en la fase de estudio que lleven al inversor a replantearse su deseo de invertir. En este punto el Venture Capital siempre puede echarse atrás, pues la carta de condiciones es una declaración de intenciones, no un pacto vinculante.

Las etapas finales de *due diligence* y cierre revisten un carácter más administrativo. No se considera aquí el fondo del negocio de la *startup*, sino su forma. Las empresas que se caen en este momento se encuentran en una situación irregular en cuanto a sus obligaciones legales, fiscales o administrativas, con vicios difícilmente subsanables, o con un emprendedor habituado a andar por el alambre. En tales casos el Venture Capital no tiene más remedio que desistir de la operación.

Vemos que pueden ser muchas y variadas las razones por las que se desestima la operación a lo largo del proceso de inversión. Basándome en mi experiencia personal, y tratando de agrupar las causas en distintas categorías propongo esta distribución:

- Presentación a un inversor equivocado: aquellos emprendedores que optan por la inversión de capital riesgo, y tienen la creencia de que todos son iguales, suelen remitir

de manera indiscriminada la documentación de su *startup* a todo fondo de capital riesgo que consiguen identificar. Solo aquellos cuya estrategia de inversión es compatible con la *startup* y estén interesados en su resumen ejecutivo les solicitarán información adicional. En el resto de casos, la mayoría, si la selección de inversores no se hace adecuadamente, los documentos terminan en la papelera.

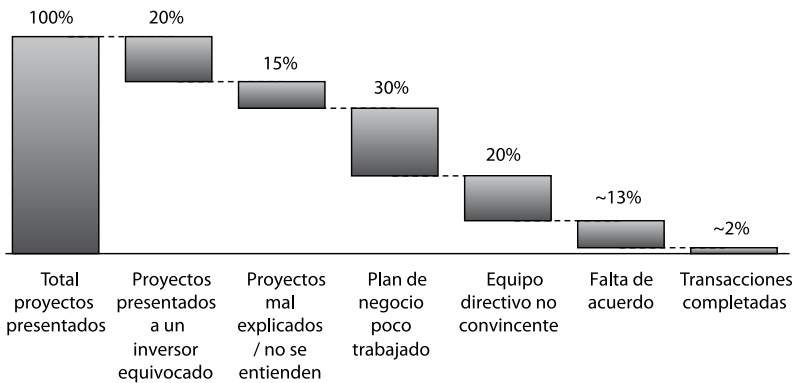
- **Proyectos mal explicados:** en ocasiones los proyectos no pasan el primer filtro del Venture Capital simplemente porque el analista es incapaz de entender en qué consiste el negocio de la *startup*. ¿Van a vender aparatos, prestar un servicio, licenciar una tecnología? Alguna vez he escuchado decir a un emprendedor: «bueno, si después de leer nuestro resumen ejecutivo no se entiende bien lo que hacemos, ya nos llamarán y se lo explicaremos en persona». Este es un grave error de cálculo. Si el inversor no es capaz de entender qué pretende el emprendedor lo normal es que deseché su documentación y pase a analizar la siguiente.
- **Plan de negocio poco trabajado:** aunque el término esté mal elegido, aquí incluyo todos los defectos que el Venture Capital puede encontrar en el plan de empresa para desestimar la operación. Mercados mal evaluados, competidores demasiado fuertes, modelo de negocio sin posibilidad de defensa ante nuevos entrantes, carencias del producto, acceso complicado a distribuidores, márgenes reducidos, dificultades de conseguir una masa crítica de clientes, necesidades de financiación posteriores excesivas, etc. Un plan poco trabajado también incluye un modelo económico deficiente que no calcula correctamente las necesidades de financiación y los flujos de caja de la empresa.
- **Equipo directivo poco convincente:** suele ser otra de las principales causas de desestimación. Los estadounidenses dicen que el Venture Capital apuesta al jinete, no al caballo. La confianza en el equipo directivo es esencial, pues el

inversor no se dedica a gestionar las empresas en las que participa. Para ello confía en el equipo de emprendedores, y una buena idea en manos de gente incapaz no le va a hacer ganar dinero. Por esta razón, cuando el Venture Capital invierte en una *startup* suele incluir en el acuerdo de inversión la obligación de permanencia de los promotores y su derecho a salir de la sociedad si se van los emprendedores. Pues bien, durante el proceso de análisis de la oportunidad, el Venture Capital estudiará a los promotores para detectar si estos son unos buenos empresarios (atención: no unos buenos científicos o ingenieros, sino empresarios) y personas honestas y competentes en las que poder confiar. Así, emprendedores con historiales dudosos, aficionados a las irregularidades, ignorantes de la gestión de una empresa, maleducados o poseedores de la verdad absoluta serán desechados de inmediato.

- Falta de acuerdo: en las negociaciones, tanto el emprendedor como el inversor defenderán sus intereses. Si no se llega a un entendimiento sobre los derechos y obligaciones de cada uno durante el tiempo en que el Venture Capital permanezca en el capital de la *startup*, las conversaciones se romperán y no se cerrará la operación. En general, aunque no siempre, cuando una inversión se cae en este punto lo normal es que sea debido al desconocimiento del emprendedor del mundo del capital riesgo, cuyas reglas del juego están claras desde un primer momento. Digo «aunque no siempre» porque a veces, sobre todo con inversores ocasionales (esto es, no profesionales, como un Venture Capital), las condiciones de entrada son especialmente duras y el promotor con buen juicio se niega a aceptarlas.

El siguiente gráfico resume las razones anteriores, con la frecuencia aproximada de cada una de ellas.

Razones de desestimación de la operación



Fuente: elaboración propia basada en entrevistas a Venture Capital.

Crterios de evaluaci3n de un Venture Capital

Cada inversor es un mundo y las formas de evaluar pueden divergir entre unos y otros. Sin embargo, me propongo extraer unos principios generales que el emprendedor pueda emplear en todo caso, y para ello analizar3 en primer lugar los riesgos que todo socio financiero corre en sus inversiones.

Para simplificar, agrupar3 los riesgos de la *startup* en cuatro grupos:

Necesidad y mercado	Producto y tecnolog3a
¿Responde el producto o servicio de la empresa a una verdadera necesidad del mercado? ¿Existe demanda suficiente para esa necesidad? ¿Se pagar3 un precio que permita obtener un beneficio? ¿Es posible la distribuci3n?	¿El producto satisface esas necesidades o mejora significativamente lo que ya hay en el mercado? ¿La tecnolog3a es viable? ¿Ser3 adecuada la tecnolog3a a los fines de la empresa? ¿Se podr3 proteger? ¿Es realmente innovadora?

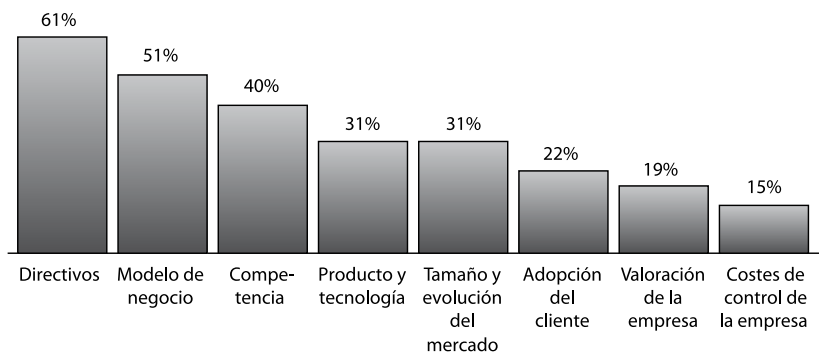
Equipo humano	Salida y rentabilidad
¿El equipo promotor está compuesto por buenos emprendedores? ¿Serán socios leales y fiables? ¿Tienen confianza, entusiasmo? ¿Van a apostar por su proyecto?	¿Cumplirá la empresa su plan de negocio? ¿Crecerá lo suficiente como para proporcionarle una ganancia adecuada al inversor? ¿Podrá el inversor encontrar un comprador para su porcentaje del capital cuando llegue el momento de salir de la <i>startup</i> ?

Creo que estos cuatro riesgos afectan a todos los Venture Capital, y lógicamente los criterios de evaluación del plan de negocio tendrán, necesariamente, que centrarse en ellos.

De hecho, cuestionados los propios Venture Capital acerca de los riesgos que más les preocupan, declaran:

Principales riesgos declarados por los Venture Capital al invertir

Casos en que el Venture Capital declara que ese riesgo le preocupa especialmente



Fuente: Kaplan, Strömberg. «Characteristics, contracts, and actions: evidence from venture capitalist analyses».

Los tres primeros son especialmente significativos:

Equipo directivo	Serán los responsables de llevar a la práctica la estrategia de la <i>startup</i> . Suelen coincidir con los emprendedores, por lo que se evalúa que estos sean buenos empresarios y no solo buenos científicos. En el fondo el Venture Capital trata de imaginarse a este emprendedor dirigiendo la empresa. Si la imagen no es creíble, la operación se desechará.
Modelo de negocio	Un buen producto no es condición suficiente para crear una empresa rentable. En el modelo de negocio se incluyen todos los factores de índole empresarial que tienen una influencia en la generación de riqueza de la <i>startup</i> . Básicamente se trata de determinar la manera en la que la empresa obtendrá (y cobrará) las ventas, y los recursos que para ello tendrá que consumir.
Competencia	El análisis de la competencia es dinámico, es decir, no se agota en la situación actual de los competidores sino en su evolución a futuro. ¿Cuán fácil es que aparezcan competidores nuevos? ¿Cómo puede defenderse la <i>startup</i> de sus competidores? ¿Dónde radican sus puntos de fuerza y debilidad?

Tomando como base todo lo anterior, considero que los criterios de evaluación más empleados por los Venture Capital son los siguientes:

1. Equipo promotor equilibrado, experimentado y comprometido con el proyecto. Equilibrado en tanto en cuanto conviene que el equipo reúna facultades científicas, técnicas y empresariales. La experiencia cuenta como elemento mitigador del riesgo. El compromiso con el proyecto es irrenunciable, y se trata de un compromiso temporal, reputacional y financiero. Temporal, puesto que se espera que el emprendedor dedique toda su jornada laboral a la *startup*. Reputacional, puesto que el emprendedor debe vincular su imagen profesional a su creación, su empresa. Y financiero porque no basta con que el emprendedor se juegue su prestigio en la *startup*, debe poner también su dinero.
2. Empresa con un producto innovador destinado a una demanda insatisfecha. Los conceptos de necesidad e innovación son consustanciales con el de Venture Capital. En el

primer caso, la necesidad es la razón última de la apertura de mercado. En el segundo, la innovación constituye la mejor defensa frente a alternativas competidoras y futuros desarrollos alternativos.

3. Mercado potencial atractivo. En términos de tamaño, crecimiento o rentabilidad. Los mercados pequeños de nicho son atractivos si las alternativas competidoras no existen y el modelo de negocio permite un rápido acceso a él. Los mercados en fuerte expansión resultan muy interesantes para el Venture Capital, pues el efecto de penetración de mercado de la *startup* se multiplica con las mayores dimensiones del público objetivo que conlleva la expansión.
4. Ventajas competitivas sostenibles. El análisis del plan de negocio nunca es absoluto, sino relativo. Relativo en relación con los competidores y los productos sustitutos. Las vías de escape del cliente son analizadas con gran detalle. Me gusta definir la ventaja competitiva como ese gancho que agarra al cliente a la empresa y le impide cambiar. Puede ser una tecnología superior, un equipo humano prestigioso, una mejor respuesta posventa, un precio competitivo, un acceso preferencial y exclusivo a ciertos distribuidores, una patente única, un producto cuyas características pueden configurarse a las necesidades concretas. Hay muchas opciones, pero todas tienen un denominador común: nosotros podemos hacerlo y los competidores no. Por eso son ventajas competitivas. El término «sostenible» se refiere a la pervivencia en el tiempo de la ventaja y a la posibilidad de defenderla ante cambios en el entorno.
5. Proyecciones financieras atractivas y creíbles. El emprendedor tiene aquí que buscar el equilibrio. Los números propuestos deben ser ambiciosos para que el Venture Capital perciba la oportunidad como interesante, pues de lo contrario desestimará la operación. Pero también las proyecciones deben ser creíbles. No olvidemos tampoco que las proyecciones que haga el emprendedor se fijarán como objetivos que tendrá que cumplir para poder acceder a determinados beneficios o retribuciones.

6. Compromisos financieros del equipo promotor. Con frecuencia los emprendedores se rebelan contra este requisito, arguyendo que ya se juegan su prestigio y que además aportan su tiempo, su tecnología y su idea. Esta situación la comparo con aquel jugador de póquer que dice a los demás que él no apuesta su dinero porque ha llevado la baraja. Es un argumento inaceptable para un socio financiero. No puede pretenderse que en caso de que todo vaya mal el único que pierda dinero sea el Venture Capital, y así, aunque sea poco, se suele exigir al emprendedor que ponga algo de su patrimonio en la empresa. El perfil del «inventor», citado anteriormente, se cae en este criterio.
7. Sectores atractivos. Los sectores más atractivos son aquellos que permiten desarrollar una oportunidad de negocio con ventajas competitivas. Por eso, los sectores intensivos en tecnología son preferidos por el Venture Capital, dado que la propiedad de una tecnología innovadora y protegida constituye una ventaja notable respecto a los competidores. Biotecnología, Internet, telecomunicaciones, equipamiento médico, *software*, etc., son, por consiguiente, sectores de actividad muy atractivos para el Venture Capital.
8. Plan de hitos. La elaboración de un plan de hitos o logros resulta importante por dos razones. La primera es determinar el ritmo de generación de valor de la empresa para sus socios (trataremos este punto en el capítulo de valoración). La segunda es la demostración por parte del emprendedor de su profundo conocimiento de la hoja de ruta que debe seguir la empresa y los objetivos intermedios que ha de cumplir para tener éxito. Todo Venture Capital trabajará con gran interés en elaborar su propio plan de hitos, pero el emprendedor debe presentar su propuesta y, lógicamente, procurar que sea coherente con todo el plan de negocio de su *startup*.
9. Propuesta atractiva de capital a cambio de los fondos (esto es, valoración). La inversión del Venture Capital es una operación financiera de la que se pretende obtener

una rentabilidad. Por muy atractivo que sea el negocio, si la valoración de entrada es tal que, habida cuenta del riesgo asumido, el retorno conseguible en la salida no es adecuado, el socio financiero desestimará la inversión. Recordemos que todo emprendedor compite con las demás *startups* en la captación de fondos de Venture Capital, y que estos fondos son finitos.

10. Puerta de salida amplia y transitable. El Venture Capital tiene dos problemas, conseguir que la empresa en la que invierte aumente su valor y además encontrar un comprador cuando le llegue el momento de salir. Por ello el inversor investiga las posibilidades de salir de esta *startup* en particular cuando crea que debe hacerlo. ¿Quién puede comprar? ¿Cuánto valdrá entonces la empresa?

El inversor, a lo largo de las reuniones con el emprendedor, analizará la *startup* cuidadosamente en cada uno de estos criterios y tratará de identificar razones para no invertir en ella. Solo los supervivientes recibirán la carta de condiciones para negociar el acuerdo final.

El plan de negocio

Habida cuenta de los criterios de evaluación de un Venture Capital, el emprendedor está en disposición de considerar si su propuesta de inversión cumple los requisitos mínimos para despertar el interés de un socio financiero.

Sin embargo, he señalado como la razón más frecuente de desestimación de la oportunidad de inversión la identificación de deficiencias en el plan de negocio del emprendedor. Bajando un poco más al detalle podemos distinguir dos causas en la desestimación de la *startup*:

1. El negocio es en sí mismo poco atractivo para el Venture Capital: la oportunidad se puede presentar y defender admirablemente, pero si el inversor considera que el

negocio es inviable, o menos atractivo de lo que sugiere el emprendedor, hay poco que hacer. Recordemos que una *startup* puede ser interesante, pero no para un Venture Capital que busca un crecimiento de valor muy importante y una posibilidad de vender su porcentaje pasado un tiempo para obtener una plusvalía. Estas cuestiones se han considerado en el análisis de los criterios de evaluación del Venture Capital tratados anteriormente.

2. El negocio sí es atractivo, pero se presenta deficientemente. El plan de negocio debe convencer al inversor de que la oportunidad es real y de que el equipo promotor es capaz de tener éxito. Ese «convencer» se refiere a la forma y no al fondo del asunto. Por eso debemos ahora detenernos brevemente en la elaboración del plan de negocio.

Dijimos al principio de este libro que su objetivo no era describir cómo se realiza un plan de empresa, puesto que ya existen en las librerías abundantes referencias sobre el particular. Sin embargo, conviene considerar aquellos apartados de este asunto relacionados íntimamente con el Venture Capital, que sí deben ser conocidos por el emprendedor que opta por buscar financiación en el capital riesgo.

Antes de enviar ningún papel al inversor, el equipo promotor de la *startup* debe tener preparados los siguientes materiales:

- Plan de negocio (o de empresa): documento estructurado que recoge ordenadamente la oportunidad de negocio, las necesidades de financiación y el valor económico que puede generar la *startup*.
- Resumen ejecutivo: 2 o 3 páginas que resumen los principales elementos de la oportunidad de inversión, subrayando los elementos diferenciadores de la empresa.
- *Due-diligence*: recopilación de información que será verificada por el inversor en su momento, como patentes, declaraciones fiscales, contratos, documentación legal.
- Valoración y estructuración: valoración que el equipo promotor asigna al negocio, con criterios de defensa y términos

que se está dispuesto a aceptar y que se desean evitar en el acuerdo de inversión con el Venture Capital.

El documento central es el plan de empresa y a él nos referiremos a continuación. El objetivo del plan es captar la atención del Venture Capital en un primer momento y hacerle ver que la *startup* es una gran oportunidad de negocio para él, mucho mejor que las otras que tiene encima de su mesa. Por ello conviene adoptar un enfoque profesional, haciendo ver al Venture Capital que los promotores son conscientes de las inquietudes del inversor y de los datos que necesita para poder evaluar adecuadamente su empresa. En otras palabras, el emprendedor sabe lo que quiere el socio financiero y su plan de negocio proporciona respuestas satisfactorias a los criterios de evaluación que sigue un Venture Capital.

John L. Nesheim en su conocido libro *Hightech startup*³ afirma que los planes de negocio que reciben los Venture Capital oscilan entre los malos y los muy malos. Ignoro si esto es así, pero lo que sí me atrevería a decir es que la razón fundamental de la falta de calidad del plan consiste en el olvido del destinatario. El emprendedor pierde de vista al lector: el inversor.

Abordaremos a continuación una serie de errores que se cometen con cierta frecuencia en la elaboración de los planes de negocio que se pretende que sean financiados por el Venture Capital. Tales errores encienden la luz roja del inversor y, como comprobará el lector, todos ellos equivocan el propósito del plan: la presentación del negocio a un inversor financiero.

Error 1: vender el producto y no la empresa

En numerosos planes de negocio su autor dedica páginas y páginas a detallar la gran calidad y prestaciones de su producto, señalando prolijamente sus ventajas y las razones por las que no debe dejar de consumirse. Como es lógico, todo plan de empresa debe comenzar con una descripción del producto o servicio que

3 John L. Nesheim. *High Tech Start Up, Revised and Updated: The Complete Handbook For Creating Successful New High Tech Companies*. Free Press. 2000.

va a vender la empresa, pero ello no debe desembocar en un panfleto comercial destinado a un posible cliente.

Un buen producto es condición necesaria pero no suficiente para crear una empresa exitosa, y el inversor persigue precisamente este objetivo. Centrar el plan de negocio en las virtudes del producto y no de la empresa, lo aleja de su objetivo central: convencer al Venture Capital de que la empresa es una buena oportunidad de inversión.

Error 2: apremiar al inversor

El tiempo es un ingrediente esencial de la inversión financiera. Un buen negocio puede ser aún mejor si se pone en marcha en el momento oportuno, y por ello presentar al Venture Capital una evolución del mercado que parece indicar que el tiempo ha llegado puede resultar un incentivo añadido que le anime a invertir.

Ahora bien, este argumento no debe llevarse al extremo de pretender presionar al Venture Capital con argumentos del tipo: «mañana será tarde». La razón es simple. Un inversor experimentado puede pensar: «¿es que este negocio ya no va a ser bueno dentro de seis meses?».

La oportunidad temporal no va a hacer que el inversor altere sus hábitos de trabajo, pues el posible error de equivocarse en invertir se percibe como más perjudicial que el de dejar pasar un buen tren.

Ni que decir tiene que si el inversor percibe que las prisas son debidas a la profunda crisis de la sociedad, la operación se desestimará sin mayores miramientos.

Error 3: exagerar para tratar de impresionar al inversor

El emprendedor no debe recurrir a juicios de valor a la hora de describir su negocio. Hablar es gratis y las opiniones son todas debatibles. Conviene aportar datos y dejar que sean terceros independientes los que avalen la calidad de la oportunidad.

Sin embargo, para dar mayor trascendencia a sus negocios, algunos emprendedores recurren a exageraciones del tipo: «este producto cambiará la forma de navegar por Internet», «este servicio hará desaparecer la prensa escrita» o «esta tecnología eliminará por completo la necesidad de gasolina».

Este tipo de declaraciones, independientemente de la buena fe que muestre su emisor, erosionan la credibilidad del proyecto. Además, si el inversor tiene un mínimo de experiencia resultará un individuo difícilmente impresionable, y tales argumentos serán tomados como meros chascarrillos.

Error 4: plantear objetivos irreales

Relacionado con el anterior se encuentra otro error consistente en fijar un desarrollo de la *startup* alejado de toda realidad y cuya probabilidad de verificarse es sumamente remota. Algo así es lo que se piensa cuando el emprendedor sostiene que en un par de años la empresa habrá salido a bolsa para codearse con las compañías del IBEX 35 o que habrá comprado a un importante competidor que a día de hoy es infinitamente mayor.

Del emprendedor se espera que sea una persona ambiciosa y, hasta cierto punto, visionaria. Pero, nuevamente, llevada al extremo esta virtud nos encontramos con un defecto. Bien sea la megalomanía, la ignorancia o, peor, una chifladura.

Error 5: demostrar excelencia tecnológica, pero no un plan de empresa

Del mismo modo que un Venture Capital no es un cliente, tampoco debe ser confundido con el jurado que concede los premios Nobel.

Desgraciadamente no son pocos los promotores que envían un plan de negocio que más parece una tesis doctoral. Documentos de 100 páginas de las cuales 20 están repletas de fórmulas, acrónimos o complicadas explicaciones cuya comprensión se encuentra solo al alcance de unos pocos.

Lógicamente el inversor está interesado en la calidad tecnológica de la *startup*, y durante la fase de análisis de la oportunidad recabará la opinión de científicos de su confianza para evaluar sus desarrollos. En esas evaluaciones se solicitarán los datos que entonces y solamente entonces habrá que remitir.

Perdersé en disquisiciones científicas, una vez más, aleja al plan de empresa de su objetivo principal: interesar a su lector, un inversor financiero.

Error 6: demostrar que se viene rebotado de la banca

No todos los equipos promotores conocen el capital riesgo. Por eso, cuando necesitan fondos para sus *startups* suelen acudir al lugar donde saben que hay dinero: el banco.

Como sostuvimos al principio del libro, conseguir financiación bancaria para un proyecto de estas características es complicado si no se cuenta con importantes garantías personales o reales. Por tal razón, el apesadumbrado emprendedor rebusca entre las alternativas de financiación y, antes o después, cae en el capital riesgo.

Si entonces se dirige al Venture Capital con un discurso similar al propuesto al banco, el fracaso está asegurado. Planteamientos del tipo: «déjame 250.000 euros que los devuelvo en tres años» o «cuánto me das si pongo como garantía mi piso de Alcobendas», demuestran un gran desconocimiento del funcionamiento de un inversor de capital riesgo. Los inversores prefieren entonces pasar a otro plan de negocio antes de llamar y explicar al emprendedor en qué consiste su negocio.

Error 7: presentar personas misteriosas o tecnologías secretas

Este error, como casi todos, también lo he experimentado personalmente. En este caso un emprendedor que parece salido de una película de James Bond te pide cita para explicarte un negocio absolutamente sensacional. La base de esa gran oportunidad se encuentra en un producto del cual no puede decirte apenas nada porque es secreto o de una persona cuya identidad no puede revelar.

Personalmente nunca firmo un acuerdo de confidencialidad a un emprendedor así por lo que pueda pasar. Prefiero desearle suerte y no saber absolutamente nada más del tema.

Quizás el caso descrito parezca increíble, pero lo he vivido más de una vez. Y si yo lo he vivido más de una vez estoy seguro de que los emprendedores que así proceden son bastantes. En todo caso conviene advertir al lector que el Venture Capital profesional es un inversor que depende de su reputación. Si se trata de un fondo de capital riesgo está supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y la preservación de la

confidencialidad de las operaciones en las que interviene o tiene conocimiento está fuera de toda duda. Plantear una inversión con informaciones secretas no es la manera de acceder a este tipo de inversor.

Error 8: ocultar o soslayar los riesgos del proyecto

Al emprendedor le resulta complicado explicar en su plan de negocio las razones por las que su *startup* puede fracasar, y sin embargo este es un elemento importante.

Los mejores manuales de estrategia empresarial recomiendan elaborar en el plan de empresa una matriz DAFO, en la que se analizan oportunidades, fortalezas, amenazas y debilidades. Las amenazas son situaciones del entorno y el sector de la *startup* que pueden afectarla negativamente. Las debilidades son aquellas características que ponen a la empresa en una situación de inferioridad respecto a los competidores.

Este tipo de reflexiones son necesarias y deben presentarse al inversor por dos motivos: en primer lugar porque muestran la preocupación del emprendedor por el conocimiento de los puntos débiles de la *startup*, y conocerlos es el primer paso para poder mitigarlos. En segundo lugar porque evitar hablar de los riesgos del proyecto no va a detener al inversor en su búsqueda y con total seguridad los va a encontrar.

Los riesgos son como las tentaciones en la doctrina católica. Tenerlas no es malo. Lo malo es caer en ellas.

Error 9: demostrar un desconocimiento total de finanzas

Leyendo algunos planes de negocio uno se da cuenta no solo de que el emprendedor ignora por completo los conceptos más básicos de finanzas, sino también de hasta qué punto le despreocupa el tema si no se ha molestado en encontrar a alguien que le ayude con ello.

Nos referimos a casos en los que el balance no cuadra, las necesidades de inversión están mal calculadas, no hay un estado de flujos de caja, etc.

Tales emprendedores, preguntados por esta actitud, suelen responder que ellos son científicos, o técnicos o comerciales y que

entre sus obligaciones no está el saber de finanzas. Que no tienen por qué saber de todo y que para eso se contratará a un financiero.

No hay mayor mentira que una verdad a medias. Si bien es cierto que uno no debe saber de todo y que si hace falta se contrata a un financiero, no es menos cierto que un empresario debe saber algo, no todo, pero sí algo de finanzas. Y dentro de ese mínimo entra lo suficiente como para poder hacer un plan financiero de la *startup* en condiciones y poder defenderlo. Más o menos lo expuesto en este libro.

Ante un empresario que no sabe distinguir el beneficio del flujo de caja, el inversor se preguntará si será capaz de llevar en condiciones una empresa. Quizá sea el emprendedor un gran científico, y entonces el puesto que le corresponde en la empresa es el de responsable de I+D+i. Pero si el emprendedor pretende ser gerente, en el cargo está esa gestión financiera mínima y no es posible eludir tal responsabilidad.

Por esta razón, algunos emprendedores se sorprenden de que su *startup* sea descartada por el inversor. Tienen un currículo científico inigualable y una tecnología potente (como demuestran las 20 páginas de fórmulas que han enviado). Y sin embargo, para el Venture Capital experimentado esto no es suficiente.

Error 10: poner deberes al inversor

Suena pueril, y no obstante es algo también frecuente en algunos planes de negocio. Ciertos emprendedores se contentan con enviar elaboradas descripciones de sus productos, dedicando escasa o nula atención al estudio de mercado, o la política comercial de la sociedad, en la errónea creencia de que el socio financiero (que es el que sabe de empresas) se encargará de tal labor.

En ocasiones esta actitud es más explícita, y se nombra al Venture Capital responsable de determinadas áreas, como la contable.

Relacionada con lo anterior está la praxis de enviar al inversor un plan de negocio incompleto, con lo primero que se tiene, con la esperanza de que el Venture Capital llame para solicitar más información o incluso de que se preocupe de procurársela él mismo.

En todos estos casos subyace un profundo desconocimiento del capital riesgo. Es cierto que el inversor ayudará a sus empresas participadas en todo aquello que esté en su mano, y también es cierto que en el análisis de la oportunidad recabará toda la información que pueda. Pero eso no significa que el emprendedor pueda delegar en él tareas que le son propias y que en una actuación diligente el propio promotor debería realizar.

Error 11: plantear planes de negocio abiertos

Es cierto que cuando uno elabora un plan de negocio, la *startup* tiene frente a sí numerosas opciones, y optar por un camino cierra algunas puertas. Como nadie tiene una bola de cristal para saber cuál de esas puertas es la del dinero, ciertos emprendedores optan por enviar un plan de negocio vago e impreciso en el que cualquier cosa puede pasar. Analizar tales planes es imposible, pues no hay algo concreto que valorar. ¿Qué hacer entonces?

Aquí hay divergencias de opinión, pero a mi juicio conviene que el emprendedor plantee un caso base en su plan de negocio y se atenga a él. ¿Qué hacer entonces con las opciones descartadas? Plantearlas como lo que son, opciones. Posibilidades que pueden seguirse, en ocasiones de una manera oportunista o, en otras, mediando una alteración previa de la estrategia general de la empresa.

Caeteris paribus, una empresa en la que abundan las opciones es más interesante que otra en la que el recorrido está definido por una línea recta en la que cualquier incidencia aboca al fracaso.

Error 12: Dar a entender que se busca un compañero de por vida

En este error incluimos todos aquellos relacionados con el desconocimiento de la actividad central de un Venture Capital: la inversión temporal en empresas no cotizadas, pero de gran potencial.

Plantear al inversor una operación incompatible con su actividad hace imposible su participación en ella. Así, proponerle invertir sin darle opciones de salida, en negocios en los que no puede aportar capital, o en otras condiciones que sencillamente

no son aceptables hacen que se desestime la *startup* y se pase a analizar la siguiente.

Como colofón a este apartado sobre errores frecuentes mencionaré uno muy común que no se comete en el momento de elaborar el plan de negocio, sino después. Consiste en ignorar los *feedbacks* de los inversores que rechazaron la propuesta de inversión. Generalmente el emprendedor suele estar muy dolido en tales ocasiones y justifica la negativa de tales Venture Capital en la miopía del inversor acerca del negocio. Sin embargo, debe tener en cuenta que los inversores están cortados por el mismo patrón, y como he sostenido en este capítulo, analizan de modo similar las oportunidades. Esto no significa que lleguen todos a las mismas conclusiones, pero sí que ciertos errores o luces rojas se encenderán casi con seguridad en todos ellos. Por eso, la reflexión acerca de las causas de la desestimación constituye una información muy valiosa para el emprendedor, y por ello propuse como regla básica al principio del capítulo que no se presente en primer lugar el plan de negocio a los Venture Capital más prometedores.

A continuación abordaremos la cuestión más peliaguda de las negociaciones con el inversor, la valoración. Un argumento que está íntimamente relacionado con este capítulo, pues si el plan de negocio está bien elaborado proporcionará al emprendedor los mejores argumentos para defender su posición financiera ante el inversor.

Valoración de *startups*

Una de las cuestiones que más preocupa a los emprendedores es la valoración que van a obtener de sus negocios por parte del inversor, pues esta valoración se percibe como el precio al que el empresario está vendiendo (en realidad, dando entrada) su empresa al Venture Capital. Esta visión es algo miope, como tendrá el lector ocasión de comprobar en el capítulo del acuerdo de inversión.

Sin embargo la valoración es un aspecto esencial de la relación con el inversor y en este capítulo nos ocuparemos de ella en detalle. Para ello es fundamental introducir previamente dos conceptos clave: la valoración *premoney* y la valoración *postmoney*.

Valor *premoney* y *postmoney*

El valor *premoney* de la *startup* es el valor de la empresa antes de la entrada del inversor. El valor *postmoney* es el valor de la empresa justo después de la inversión del Venture Capital. Pongamos un ejemplo.

Caso valores premoney y postmoney

El inversor VC1 pacta con los socios de la empresa Alfa la inversión de 500.000 euros a cambio de un 25% de la sociedad. ¿Cuál es el valor premoney y postmoney de Alfa?

Comentario

Los valores premoney y postmoney son los valores de las acciones (si es una sociedad anónima) o participaciones (si se trata de una sociedad limitada) de la empresa, esto es, lo que recibe el inversor en el aumento de capital.

Si VC1 recibe el 25% de una sociedad en la que invierte 500.000 euros eso significa que el 100% de la sociedad está valorada en 2 millones de euros. En efecto, el 25% de 2 millones de euros de valor total son los 500.000 euros que ha puesto VC1.

Como ese valor ya incluye a VC1 podemos decir que esos 2 millones de euros son el valor postmoney.

Para calcular el valor premoney debemos simplemente eliminar la inversión de VC1, es decir, los 500.000 euros. Tenemos entonces que el valor premoney es 1,5 millones de euros (= 2 millones menos 0,5 millones).

El valor premoney equivale al valor que los promotores han conseguido crear antes de la inversión de Venture Capital. En otras palabras, es lo que traen a la mesa de negociación con el inversor. Si sumamos lo que pone el socio financiero tenemos entonces el valor postmoney.

No debemos minusvalorar la importancia de la valoración, cuya batalla se librará en el campo financiero. Por esta razón los emprendedores más sofisticados dedican grandes esfuerzos a conocer y manejar con soltura conceptos financieros como flujos de caja, EBITDA, WACC, etc. Adquirir tales conocimientos es muy recomendable, si bien en realidad, y aunque la postura que defenderé en este libro parece extraña, en este caso los grandes conceptos financieros están de más porque no existe una verda-

dera valoración financiera de las *startups*. No es posible valorar una *startup* porque, como veremos, los mecanismos de valoración que conocemos emplean unas hipótesis de partida que no se dan en este tipo de empresas.

De hecho si revisamos los textos clásicos de valoración nos daremos cuenta de que la mayoría están pensados para empresas consolidadas, e incluso cotizadas en mercados. Esa teoría financiera clásica es difícilmente aplicable a las pequeñas empresas de reciente creación.

Si preguntamos a financieros sobre el mejor modo de valorar una *startup* obtendremos muy probablemente las siguientes respuestas (posteriormente dedicaremos un capítulo al análisis detallado de estos métodos de valoración, por lo que ahora citaremos sus características esenciales).

Flujos de caja descontados	Árboles de probabilidad
El descuento de flujos de caja es el sistema más empleado para valorar empresas. Se basa en la idea de que el valor de un negocio es igual a la caja que es capaz de generar, y así consiste en obtener una proyección de los flujos que se obtendrán a lo largo de un horizonte temporal determinado y un valor terminal en adelante. Estos valores se descontarán al día de hoy con una tasa que refleje el riesgo asociado a tales flujos.	El recorrido de una <i>startup</i> es altamente incierto. Por esta razón se suele emplear un método de valoración en el que se despliegan los distintos escenarios que pueden presentarse en la <i>startup</i> y se les asigna una probabilidad. Cada escenario tendrá sus propios flujos de caja que, ponderados por su probabilidad y descontados con una tasa de descuento media de la industria, nos ofrecerán una valoración del negocio con la misma lógica que el sistema anterior.

Comparables	Opciones reales
Este sistema se basa en la creencia de que es posible encontrar una empresa similar a la que debemos valorar y cuyo valor es conocido. Así, disponiendo de ese dato y haciendo los ajustes oportunos podríamos llegar a una valoración del negocio que nos ocupa.	Las opciones son contratos en los que una parte dispone del derecho a comprar o vender un activo en un momento posterior y a un precio dado. El propietario del contrato tiene la opción, pero no la obligación, de ejercerlo y de ahí viene su nombre.

Comparables	Opciones reales
<p>Los comparables pueden ser de dos tipos: comparables de empresas y comparables de transacción. En el primer caso el valor de que disponemos es el de la propia empresa con la que pretendemos compararnos. Por ejemplo, si se trata de una empresa que cotiza en bolsa, su capitalización. En el caso de los comparables de transacción, se trata del precio que se ha pagado en una compra por la empresa que nos sirve de punto de referencia. Ese precio nos dice cuánto ha valorado el mercado ese negocio, por lo que si la empresa es realmente comparable a la nuestra podemos, aplicando los ajustes oportunos, obtener nuestra valoración.</p>	<p>Las opciones surgieron en el campo de las finanzas y los activos a los que venían referidas (o activos subyacentes) son activos financieros, como acciones de empresas. Más adelante se comenzaron a usar opciones reales, en las que el activo subyacente no es financiero sino, por ejemplo, un proyecto.</p> <p>Valorar opciones reales no es fácil de hacer y, lo que es peor, no es fácil de explicar a quien no está familiarizado con la técnica financiera. La principal ventaja del método consiste en permitir poner un valor a proyectos muy inciertos en los que los flujos se presentan muy alejados en el tiempo, como suelen ser los biotecnológicos. En este tipo de proyectos se suele disponer de flexibilidad, al poder detenerlos si las cosas no avanzan como deben. Esa flexibilidad también la tiene en consideración la opción real.</p>

Problemas en la valoración de una *startup*

Ahora bien, las *startups* tienen en su mayor parte una serie de factores comunes que hacen casi imposible la aplicación de los métodos de valoración anteriores.

En primer lugar, la empresa se encuentra en fase de arranque, por lo que no se dispone de un histórico que ofrezca datos que puedan emplearse en el análisis financiero. Por ejemplo, para hacer un modelo económico de valoración es muy útil disponer de ciertos datos reales para emplearlos como hipótesis de determinadas métricas como plazos de cobro, rotación de inventarios, etc.

Además, en muchas ocasiones la *startup* se enfrenta a «eventos binarios». Un evento binario es aquel en el que algo puede ocurrir o no, pero no hay término medio. Por ejemplo, una mo-

lécua contra el cáncer puede ser aprobada por la FDA o no. Si lo es, la empresa que la ha desarrollado valdrá mucho dinero, si no lo es la molécula no vale nada (o casi nada) y la empresa valdrá prácticamente cero.

Lo peor de un evento binario es que es inevitable. Cuando se realiza una proyección de ventas, se puede modular el optimismo con el que el autor del modelo espera conseguir ingresos. Sin embargo, cuando hacemos frente al evento binario no cabe la posibilidad de ser más o menos conservador. Ocurre o no ocurre.

El efecto del evento binario en la valoración es enorme, y hace que el valor de una *startup* deba fijarse en un rango muy amplio (por ejemplo, entre 200.000 y 5 millones de euros). Con este tipo de rangos es muy difícil trabajar y la solución tradicional de emplear la esperanza matemática ponderando cada valor por su probabilidad nos ofrece un valor esperado, pero no una valoración objetiva del negocio que sea útil para emplearse en la negociación con un Venture Capital.

En realidad, cuando se realiza el plan financiero de la *startup* y se proyectan los flujos de caja, el emprendedor suele adoptar un enfoque más o menos optimista, pero en todo caso subyace un profundo sentimiento de incertidumbre. Este sentimiento es inevitable cuando un analista realiza una estimación de sucesos que ocurrirán en el futuro en cualquier empresa, pero en el caso de la *startup* las dudas son todavía mayores. Suele entonces realizarse un ejercicio por triplicado, con un caso base, un escenario pesimista y otro optimista, de manera que al final se disponga de una triple estimación de los flujos de caja esperados. En estos casos, nuevamente, lo que hacemos es ampliar el rango de valores del negocio, sin haber sido capaces de obtener una valoración única de la empresa.

Por otro lado, es común en muchas *startups* que los flujos de caja aparezcan después de varios ejercicios en los que la empresa invierte en I+D+i y soporta otros gastos. Como se ha indicado anteriormente, los flujos de caja deben ser descontados a día de hoy empleando una tasa de descuento, por lo que resulta fácil constatar que en estos casos en los que los flujos se producirán después de mucho tiempo dicha tasa de descuento ejerce una gran

influencia en el valor actual de tales flujos. El hecho de que la tasa de descuento en las *startups* sea elevada va a ocasionar que los flujos de caja del horizonte temporal considerado arrojen un valor muy pequeño (o incluso negativo), y que sea el valor terminal lo que constituye la mayor fuente de valor obtenida con el modelo financiero. En otras palabras, estamos diciendo que durante el horizonte temporal del modelo la empresa destruye valor, y es a partir del final del horizonte (en el que la incertidumbre es aún mayor) cuando la empresa será capaz de generar riqueza para sus propietarios.

En general, a la hora de valorar con el método de los flujos de caja descontados, el papel estelar lo representa la tasa de descuento. No existe un método objetivo de fijar dicha tasa y por ello es frecuente que las negociaciones entre promotores e inversores giren en torno a la tasa de descuento más razonable para descontar los flujos.

Por último, si la empresa es verdaderamente innovadora, encontrar un comparable adecuado será muy difícil. Es cierto que uno puede localizar empresas cotizadas de muy distinto tipo, y que existen bases de datos de transacción de empresas que recogen precios pagados por compañías de distinta índole. Sin embargo, en el entorno de las *startups* que surgen ofreciendo nuevos productos o servicios la cuestión de identificar un comparable adecuado no tiene solución, puesto que es precisamente el carácter diferencial de la *startup* lo que justifica su constitución.

En resumen, las *startups* presentan unas características que hacen casi imposible la aplicación de los sistemas de valoración de empresas habitualmente empleados por los analistas financieros.

Sin embargo, llegados a este punto debemos considerar la utilidad del objetivo que nos hemos fijado. ¿Para qué necesitamos valorar el negocio? La respuesta es inmediata, necesitamos valorar la *startup* para determinar el porcentaje del negocio que obtendrá el Venture Capital a cambio de su inversión. Este porcentaje será uno de los puntos que se decidirán en la negociación del acuerdo de inversión entre emprendedor y Venture Capital. Así pues, al ser este porcentaje un factor negociado en el proceso de toma de participación del inversor podemos decir que la valoración será

entonces implícita, es decir, determinada por esta participación y no al revés.

En otras palabras, no existe una verdadera valoración de la *startup* en la entrada del inversor, sino un proceso negociador del que se deriva una valoración. En muchas ocasiones esa valoración alcanza, por ejemplo, el millón de euros. Pero ¿es real esa cifra? En otras palabras, si el emprendedor tuviese un millón de euros, ¿los gastaría en comprar su *startup* en el momento inicial? Seguramente no. El valor de la *startup* no refleja un valor de mercado, sino un valor de inversión.

Definimos el valor de mercado de cualquier activo como el precio que cualquier comprador puede acordar con cualquier vendedor para transferir su propiedad en unas condiciones de información más o menos equitativas. Este valor de mercado lo determina, valga la redundancia, el mercado. Es decir, la actuación conjunta de la oferta y la demanda. Cualquier cotización de una acción en bolsa es un valor de mercado, un precio de un producto en un supermercado, el precio de un piso, etc.

El valor de inversión, en cambio, está basado en las expectativas de generación de riqueza que un determinado activo tiene para un inversor concreto. Este valor dependerá pues de las estimaciones que el inversor haga acerca de la capacidad del activo para generar caja y, por tanto, revalorizarse y de la facilidad que tenga el propietario del activo para venderlo a un tercero. El valor de inversión da lugar a una rentabilidad interna de la operación que el Venture Capital comparará posteriormente con su tasa objetivo de rentabilidad en los proyectos en que invierte para saber si la operación le resulta atractiva (recordemos que la tasa objetivo está relacionada con la rentabilidad prometida al partícipe, véase el ejemplo del apartado «Origen y funcionamiento de un Venture Capital» en el capítulo anterior).

¿El valor de inversión coincide siempre con el valor de mercado? No. Y esa es la razón fundamental por la que la gente pierde dinero en bolsa. Cuando alguien vende una acción de cualquier empresa lo hace porque piensa que el valor de mercado actual es superior al valor de inversión de esa acción. En los errores de cálculo de la diferencia entre ambos valores se encuentran las pérdidas.

Más tarde volveremos sobre la cuestión. Por ahora diremos que el Venture Capital, al valorar la *startup*, no está interesado en calcular su valor de mercado empleando mecanismos de valoración como los descritos antes, sino el valor de inversión que le permitirá conseguir el retorno que se ha fijado como objetivo en la operación.

Ahora bien, si la valoración es el resultado colateral de una negociación en la que intervienen multitud de factores, ¿es correcto decir que una misma empresa puede conseguir valoraciones distintas en función de distintas situaciones? En otras palabras, ¿podemos descartar la valoración como un valor objetivo fácilmente consensuable empleando técnica financiera? La respuesta es «sí». La valoración puede ser distinta según muchas variables, y esta es una de las cuestiones que más cuesta aceptar al emprendedor: la valoración no parece ser el resultado irrefutable obtenido de una calculadora mágica que nos ha proporcionado un número universalmente válido. La valoración resulta, una vez más, de un proceso negociador realizado en un marco temporal concreto, y esto provoca que en el baile negociador que se describirá en el próximo capítulo, la valoración de una *startup* dependa de otros factores externos al negocio, pero que ejercen una importante influencia en la operación de financiación. Señalemos los siguientes:

- Oferta de capital en un momento y lugar determinados. Este factor se refiere a la existencia de dinero disponible en el mercado para invertir en proyectos de *startups*. Reducir la oferta de este capital significa que hay poco dinero o pocos Venture Capital, por lo que el número de proyectos financiados se reduce y estos ven cómo las valoraciones bajan. La razón es sencilla, si hay poco dinero este es un bien más escaso, que cuesta más y, por tanto, los inversores solicitan mayores porcentajes para financiar los proyectos. Al solicitar mayores porcentajes, la valoración implícita de la sociedad es menor.
- El tiempo y modo en que planea desinvertir el inversor. Ya se comentó que aunque el dinero tiene el mismo color, los

inversores no son iguales y conviene que el emprendedor sepa con quién se está casando. Un Venture Capital con prisas por deshacer su posición ejercerá más presión en la valoración de la *startup*, pues es consciente de que las opciones de revalorización habrá que ponerlas en práctica antes y que difícilmente la empresa será capaz de revalorizarse lo suficiente en comparación con un caso más paciente. Así, reducir la valoración será el método más eficaz para asegurarse una adecuada ganancia en la salida.

- La oferta de proyectos. De la misma manera que una reducción de dinero aumenta el precio de este y, por consiguiente, reduce las valoraciones, una gran oferta de proyectos para financiar sube la barra de la calidad media de los proyectos financiados y, al tener más de dónde elegir, hace que los inversores sean más exigentes con las valoraciones.
- La valoración actual y futura de empresas comparables cotizadas y no cotizadas. El Venture Capital antes o después querrá vender su porcentaje de la empresa participada y obtener de esa venta un beneficio. Por ello, intuitivamente, es fácil percibir que si el mercado está en un momento concreto apreciando especialmente las empresas de un determinado sector, una *startup* ubicada en ese sector se aprovechará de tal circunstancia (ya que según el método de comparables vale más).

La conclusión a la que pretendemos llegar con estas consideraciones es que, independientemente de los datos económicos del proyecto en cuestión, dos empresas iguales pueden tener distinto valor dependiendo de factores exógenos a ellas.

Cómo aumentar la valoración

Este panorama resulta muy frustrante para el promotor de la *startup* porque parece dar a entender que no tiene ningún tipo de control sobre la valoración de su empresa. Sin embargo esto no es exactamente así. De hecho el emprendedor puede y debe

influir decisivamente en la valoración de su negocio empleando una técnica de gestión empresarial enfocada precisamente en el incremento del valor de su iniciativa empresarial.

Esta gestión enfocada al valor consiste en dirigir la empresa de manera que cada iniciativa y cada decisión que tome el emprendedor contribuyan a que la *startup* valga más. Esto es muy fácil de entender en el momento que la *startup* se maneje por objetivos o hitos, y por ello sostuve anteriormente que es preciso que el emprendedor tenga preparado un buen plan de hitos cuando vaya a enviar su información al inversor.

Para ello, en primer lugar es necesario tener un conocimiento profundo no solo de la empresa, sino del sector en que esta opera. La pregunta que debemos plantearnos es: ¿qué pasos debe dar esta *startup* para tener éxito en este sector? Cada uno de esos pasos será un escalón de subida (o bajada) en la escalera del éxito (o fracaso) del negocio. La subida de tales escalones, a los que denominaremos «hitos», es lo que hará que el inversor reconozca el aumento de valor de la *startup*.

Para ilustrar la gestión por hitos emplearemos un ejemplo.

Caso: Aparato médico inalámbrico I

Uno de los principales problemas en los quirófanos es la falta de espacio. Cada vez es más difícil encontrar hueco para los cables de los equipos que allí se utilizan. Sin embargo tales aparatos médicos siguen siendo necesarios, así que una de las cuestiones de mayor actualidad es conseguir que los aparatos médicos puedan funcionar de manera inalámbrica. Lógicamente este requisito debe ser compatible con las condiciones ambientales y sanitarias del quirófano.

Dos jóvenes investigadores recién doctorados han creado un proyecto desarrollado de un aparato empleado en quirófanos y que, por primera vez, funcionaría sin cables. Solo existe el desarrollo teórico: sin prototipo, sin empresa, sin nada.

Los investigadores han elaborado un plan de negocio del que se desprende que haría falta una inversión de unos 2 millones de euros para poner en el mercado el aparato y obtener las primeras ventas.

Los dos investigadores consideran apropiado conceder al inversor el 40% del negocio, y así salen a buscar el capital con una valoración post-money de 5 millones de euros (el inversor que ponga 2 millones se queda con el 40%, ya que $2 \text{ millones} / 5 \text{ millones} = 40\%$).

Comentario

Plantear la entrada del inversor en estas condiciones es misión (casi) imposible. Los emprendedores llevan bajo el brazo un plan de negocio, ninguna experiencia empresarial y ninguna garantía de que el prototipo vaya ni tan siquiera a funcionar. Y lo que es peor, puede darse el caso de que su sueño se cumpla y que consigan tal financiación; pero a costa de entregar prácticamente la totalidad del capital de la empresa.

Gestionando el proyecto por hitos, los investigadores podrían llegar a un mapa de objetivos como el siguiente:

1. Obtención de un prototipo funcionando.
2. Certificaciones de producto obtenidas.
3. Primera venta.
4. Primeros 300.000 euros de facturación.

A continuación se podría parcelar la inversión necesaria (2 millones de euros) en cada uno de los hitos para reflejar el esfuerzo financiero que es preciso realizar para lograr cada objetivo. Por ejemplo:

1. Obtención de un prototipo funcionando: 300.000 euros.
2. Certificaciones de producto obtenidas: 150.000 euros.
3. Primera venta: 700.000 euros.
4. Primeros 300.000 euros de facturación: 850.000 euros.

Lógicamente, las necesidades financieras calculadas por hito representan la caja necesaria, tal y como se ha explicado en el modelo financiero de la *startup*.

A partir de aquí los investigadores pueden trocear la inversión en rondas y buscar los primeros 300.000 o 450.000 euros, una cifra más manejable para un inversor inicial, teniendo en cuenta que la valoración será baja porque la empresa no ha obtenido logros reseñables.

Cuando salga al mercado para buscar los siguientes 700.000 euros en una nueva ronda, la empresa tendrá un producto certificado y listo para presentar a clientes, con lo que la valoración que obtendrá del inversor será mayor. En resumen: la empresa vale más porque ha hecho más cosas.

La valoración no es la causa por la que trabaja el emprendedor, sino la consecuencia de sus decisiones empresariales, de la estrategia que ha seguido la *startup*. El ejemplo anterior nos ha servido para comprobar que enfocar el proyecto empresarial como una carrera de objetivos es la manera más sencilla para convencer a cualquier inversor de que está apostando por una idea que ha demostrado, y seguirá demostrando, su capacidad de generar valor para el accionista.

¿Qué no es gestionar por valor? Destinar recursos de la empresa a iniciativas que no hacen que el negocio valga más. Aparte de quemar caja en gastos superfluos, como móviles de última generación o artilugios similares, un ejemplo claro de gestión deficiente en empresas de base tecnológica es buscar la excelencia tecnológica en los detalles o aplicar a los productos características poco apreciadas por los clientes, retrasando así su salida al mercado con la consiguiente tensión de la tesorería de la empresa.

El emprendedor debe ser pragmático. Dicen que lo mejor es enemigo de lo bueno, y lo mejor para una *startup* es generar caja. Pocas veces lo repetiremos en este libro. Si lo mejor es generar caja, lo bueno en este caso sería el producto perfecto, con todas sus características, detalles, diseños, etc.

Es importante destacar que la parcelación por hitos no responde a criterios temporales. De hecho es posible que en el ejemplo que hemos puesto anteriormente conseguir el primer hito lleve a la empresa dos años, por ejemplo, y el segundo solo unos cuatro meses. En una *startup*, la búsqueda de financiación no debe responder a criterios temporales, es decir, no hay que buscar fondos para uno, dos o tres años, sino que hay que levantar capital

para alcanzar nuevos hitos de valoración. Así, cuando la empresa vuelva a acudir al mercado para una nueva ronda de financiación, se podrá defender una mayor valoración empleando los últimos logros que ha conseguido gracias a los fondos aportados anteriormente.

Este es otro aspecto de difícil aceptación para el emprendedor, acostumbrado a preparar presupuestos con carácter temporal. Cuando uno hace un estado de tesorería mensual para los próximos dos años, lo sencillo es comprobar las necesidades financieras en ese horizonte temporal. Es decir, con una proyección así sabemos que la empresa este año va a necesitar, por ejemplo, 200.000 euros para poder realizar todas sus operaciones. Sin embargo este método de determinar las necesidades financieras de la *startup* no es coherente con su ciclo vital, por lo que puede darse el caso de que la empresa salga a buscar financiación puntualmente a final de un ejercicio económico sin los deberes hechos, es decir, sin haber alcanzado un hito de valoración significativo que le permita defender una mayor valoración. Pocos emprendedores actúan de esta manera y por esta razón son pocos los que consiguen rondas de financiación con valoraciones adecuadas para su negocio.

El tiempo como aliado de la valoración

El discurso que estamos desarrollando sobre valoración de la *startup* nos lleva así a la cuestión de determinar cuándo deben realizarse las rondas de financiación. La realidad nos muestra que existen tres formas de plantear la búsqueda de financiación en las *startups*.

La primera de ellas consiste en acudir al mercado cuando la tesorería está próxima a terminar y se han agotado otras fuentes de capital alternativas. Este mecanismo suele ser desastroso, pues el que lo practica tiende a subestimar el tiempo que hace falta para encontrar un socio financiero. Y lo peor no es ya el encontrarlo, sino realizar todos los trámites administrativos y legales necesarios para que se produzca la aportación monetaria.

El riesgo que se corre en este caso es el de quedarse sin dinero a medio camino y presentar un concurso de acreedores antes de encontrar al inversor.

Afortunadamente no son muchos los casos en que los equipos promotores ponen en práctica estrategias tan nefastas como la anterior. Bastante más frecuente es la segunda forma de abordar el problema: sabiendo el tiempo medio que se tarda en encontrar inversor (unos seis meses), empezar a buscarlos con la antelación suficiente para no quedarse sin dinero en la caja. Este sistema no solo evita el morir en la orilla, como en el caso anterior, sino que además permite cuadrar las cuentas de la empresa puntualmente, de manera que siempre haya efectivo disponible para realizar todas las operaciones planificadas.

Sin embargo, este no es el mejor método. Los emprendedores más capacitados, siguen el sistema de gestión por valor, planifican la búsqueda de capital según el mapa de hitos de la empresa. De esta manera la *startup* se financia con la vista puesta en logros concretos, y así cuando la sociedad empieza a notar la ausencia de caja, si las cosas se han hecho bien, los objetivos fijados deben estar próximos a lograrse. Uniendo a este enfoque el anterior, que considera los tiempos medios que suelen emplearse en encontrar inversor, obtenemos la mejor fórmula para determinar el momento idóneo para salir a buscar dinero. No solo no correrá peligro nuestra caja, sino que además conseguiremos una mejor valoración del negocio al haber alcanzado con éxito unos hitos de valoración.

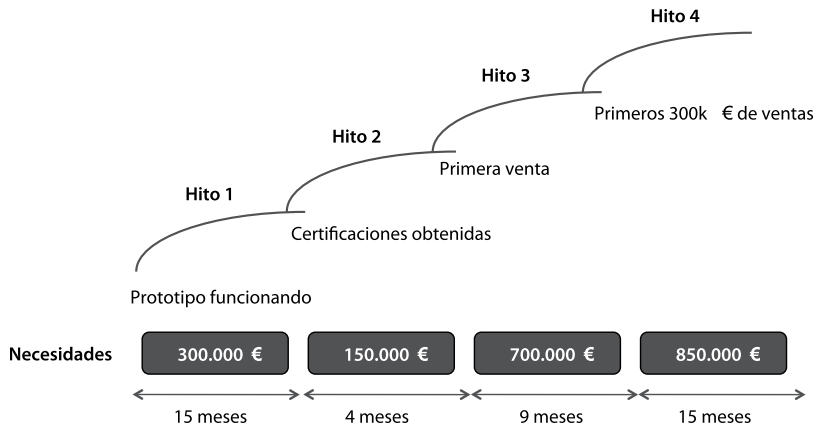
Hay que salir a buscar financiación cuando se esté alcanzando el último hito planificado y con tiempo suficiente para que no se agote la caja de la compañía.

En otras palabras, las rondas de financiación no deben definirse siguiendo el calendario natural, sino el plan de logros de la *startup*.

Caso: Aparato médico inalámbrico II

Volvamos a nuestra empresa de equipamiento médico inalámbrico. Supongamos que nuestros investigadores han llegado al siguiente mapa de hitos para su negocio:

Caso: Aparato médico inalámbrico. Plan de hitos



¿Cuál sería la mejor estrategia de financiación?

Comentario

La pregunta del caso ofrece distintas opciones, todas ellas razonables en mayor o menor medida. Comentaremos una que puede tener mucho sentido en este ejemplo.

Si nos fijamos en la tabla vemos que entre el primer hito y el segundo hay poco tiempo (cuatro meses) y, sobre todo, poco dinero en comparación con el resto de casos. Además, si el prototipo ha superado convenientemente los ensayos en laboratorio de la empresa es muy posible que el resultado de las certificaciones sea favorable. Por esa razón, posiblemente, el salto en valoración entre el hito 1 y el 2 no debería ser muy grande.

Ante este panorama los investigadores podrían buscar una primera ronda de financiación de 450.000 euros que les permita llegar a obtener el producto certificado y que les cubra los próximos 19 meses. En ese

plazo el riesgo que soportará el inversor será, fundamentalmente, tecnológico.

A continuación, aproximadamente al cabo de un año, la empresa debería empezar a prepararse para la segunda ronda de financiación por una cuantía próxima a los 700.000 euros. La preparación debería ser después de un año porque el dinero se les termina siete meses más tarde y conviene no correr riesgos. Conforme vaya avanzándose en el proceso de búsqueda de inversor, la empresa debe haber terminado el prototipo y empezado los trabajos de certificación. El objetivo sería que la ronda esté preparada para cerrarse coincidiendo (más o menos) con la concesión de las certificaciones, de manera que este riesgo ya no es soportado por el nuevo inversor y así pueda justificarse una valoración más alta por el negocio. En esta segunda ronda, el riesgo soportado es eminentemente comercial, pues el objetivo es abrir el mercado obteniendo el primer cliente.

La tercera ronda de financiación se dedicaría a la expansión comercial de la empresa, con equipos de mayor dimensión y especializados en áreas concretas. Su importe sería de unos 850.000 euros y los trabajos de preparación deberían empezar unos tres meses después de cerrar la segunda ronda.

El ejemplo que acabamos de comentar nos ofrece dos realidades del mundo de la *startup* que no podemos obviar. El primero de ellos es que la búsqueda de financiación es una tarea prácticamente continua, en la que en ocasiones las rondas se encadenan prácticamente sin descanso. La gestión por valor, conviene recordarlo, no conoce años naturales o tiempos fijos. Se basa en los logros y estos pueden imponer ritmos de búsqueda de capital ciertamente caprichosos.

Otra conclusión aún más importante es el papel tan decisivo que tienen las finanzas de la *startup* en su estrategia del negocio. De hecho, hasta cierto punto, la estrategia es irrelevante hasta que se ha obtenido la financiación para ponerla en práctica. En este sentido el responsable de las finanzas de la *startup* debe desempeñar un papel fundamental en la formulación de la estrategia de la compañía, en particular en puntos como los siguientes:

- Qué hitos es sensato marcarse en una ronda de financiación determinada. Con el objeto de determinar el tamaño de ronda óptima y el nivel de estrés que tendrá que soportar el equipo promotor.
- Consecuencias financieras (en valoración) del no cumplimiento de objetivos. Información esencial para medir el riesgo que está asumiendo la empresa en una determinada ronda con el importe de capital levantado.
- Relación entre consecución de hitos e incrementos de valor esperados en una nueva ronda de financiación. Este dato es fundamental para determinar el número y tamaño de las rondas.
- Qué cantidad de capital debe tomar la empresa en la presente ronda de financiación.

La cantidad solicitada como aliada de la valoración

De todos los puntos anteriores, el último de ellos (montante de la ronda de financiación) merece una especial atención. ¿Es conveniente aceptar más financiación de la necesaria? O en otras palabras, ¿si nos ponen el dinero delante debemos saber decir «hasta aquí» o tomar todo lo que podamos?

Leyendo los párrafos anteriores uno puede llegar a la conclusión de que el emprendedor debe saber decir «basta». Sin embargo no es ese el consejo que solemos escuchar entre muchos expertos en Venture Capital, que sostienen que si la *startup* tiene el dinero a mano es preciso tomarlo.

La virtud, como siempre, está en el medio. Analicemos los extremos para comprobar por qué deben ser evitados.

Solicitar menos dinero del que hace falta tiene efectos positivos, principalmente tres:

- Reduce el porcentaje de la *startup* que hay que dar al inversor. El Venture Capital es un dinero caro, y cuanto menos se necesite en esta ronda, mejor. Además, si se consigue poner en marcha el plan de negocio con el menor dinero posible

a costa del esfuerzo de los emprendedores, los inversores serán muy receptivos a aumentar las rentas que aquellos puedan percibir en caso de éxito.

- Favorece la disciplina de la empresa, centrando sus esfuerzos en las iniciativas más necesarias.
- Mejora la percepción del inversor: muchos inversores ven muy positivamente la tendencia del emprendedor a recibir cuanto menos dinero mejor, pues comprueban que tal promotor es consciente de su valor y coste de capital.

Sin embargo, mantener bajo el caudal de recursos financieros de la empresa añade a esta un emisor de tensión continua. El fantasma de la insolvencia seguirá conviviendo con los emprendedores, y la escasez de dinero posiblemente deteriore el ambiente de los socios, directivos, empleados, etc.

Si finalmente esta falta de liquidez se traduce en una marcha deficiente que obligue a salir nuevamente a buscar capital, el proceso se volverá aún más difícil y las valoraciones que se consigan estarán penalizadas aunque sea el propio Venture Capital actual el que acuda a esa nueva ronda.

En definitiva, poner poco dinero en la empresa deja a esta en el alambre.

Supongamos ahora el caso contrario: una *startup* opta por recibir todo el dinero que puede en una determinada ronda. Apparentemente esta decisión es bastante sabia puesto que elimina de manera tajante uno de los principales (si no el principal) problema de las *startups*: la financiación. Y no solo eso, la empresa con dinero extra dispone de flexibilidad para poder tomar decisiones tácticas u oportunistas que le permitan aprovechar oportunidades que se le puedan presentar de manera inesperada y hacer frente a imprevistos negativos sin sufrir crisis profundas.

Ahora bien, consideremos cuidadosamente la bondad financiera de esta estrategia.

En primer lugar el emprendedor que permite a un Venture Capital aportar más fondos de los necesarios está perdiendo de vista el coste de capital de su negocio, lo cual no es recomendable. Sobre el coste de capital ya se habló anteriormente. Pero además,

en segundo lugar y más relacionado con el tema que nos ocupa ahora, la valoración, recibir más dinero del que precisa la empresa tiene efectos devastadores sobre el patrimonio del emprendedor. Veamos este caso retomando el ejemplo anterior.

Caso: Aparato médico inalámbrico III

Nuestros dos investigadores salen a buscar los 450.000 euros de financiación en primera ronda con su mapa de hitos y no tardan en recibir el interés de un Venture Capital que ya había invertido anteriormente en equipamiento médico.

Durante las conversaciones, y basándose en su experiencia en el sector, el Venture Capital considera que la valoración que puede tener el negocio en cada hito es la siguiente:

Hito	Necesidad financiera	Valoración postmoney
Prototipo	300.000 euros	900.000 euros
Certificaciones	150.000 euros	1.100.000 euros
Primera venta	700.000 euros	2.500.000 euros
Primeros 300.000 euros	850.000 euros	3.500.000 euros

El Venture Capital propone a los investigadores aportar 600.000 euros hoy a cambio del 50% de la compañía, lo cual implica valorarla hoy en 1,2 millones de euros. ¿Cómo debe valorar el equipo promotor esta oferta?

Comentario

Resulta complicado, viendo los datos aportados decir que no (con matices) a la oferta presentada. Sin embargo veamos qué ocurriría si los 600.000 euros se aportasen en 3 tramos siguiendo el mapa de hitos.

Para la primera ronda de 300.000 euros podría acudir el único Venture Capital que ha manifestado interés, y obtendría un 33,3% del capital de la sociedad (obtenido: $300.000 / 900.000$).

En la segunda ronda, nuevamente iría únicamente este inversor aportando los 150.000 euros necesarios. Obtendría un porcentaje en esta ronda del 13,6% (obtenido $150.000 / 1.100.000$). Sin embargo, se

diluiría de su 33,3% inicial precisamente en ese 13,6%, por lo que su participación final sería:

$$\text{Porcentaje final segunda ronda} = 13,6\% + 33,3\% (100\% - 13,6\%) = 42,37\%$$

En la tercera ronda, el Venture Capital pondría 150.000 euros (los 600.000 prometidos menos 450.000 euros ya puestos). Pero haría falta un coinversor que pusiese los 550.000 euros restantes de la tercera ronda (cuyo total es 700.000 euros). En caso de conseguirse, el porcentaje que obtendría en tercera ronda el Venture Capital sería el 6% (obtenido: $150.000 / 2.500.000$), y el porcentaje final en tercera ronda considerando únicamente su aportación sería:

$$\text{Porcentaje final tercera ronda} = 6\% + 42,37\% (100\% - 6\%) = 45,82\%$$

Es decir, según el plan de hitos el porcentaje que correspondería al inversor sería el 45,82% en lugar del 50% que nos solicita.

¿Qué está ocurriendo? Por un lado el Venture Capital nos cobra más caros los 600.000 euros que pone de golpe, lo cual es lógico porque no se ha cumplido aún ningún hito. Pero no perdamos de vista que disponemos de financiación hasta la tercera ronda y que en esta tendríamos que buscar coinversor (que es más sencillo que buscar inversor). Así que a mi juicio habría que aceptar la oferta del 50%.

La tentación del emprendedor de coger más dinero se ve «castigada» por una mayor onerosidad de la operación. Recordemos que los fondos del Venture Capital son los más caros.

Pero ¿es razonable pensar que un emprendedor se puede encontrar con un inversor dispuesto a darle más dinero del que necesita? Sí, lo es. Y son situaciones peligrosas que conviene manejar con cautela. Los casos más habituales son:

1. El inversor tiene una visión distinta del ciclo de vida de la *startup* y de la financiación necesaria para alcanzar determinados hitos, y así opina que la sociedad necesita ahora más dinero. Esto es letal. Si el socio financiero y el emprendedor no parten de una visión común de la vida de la empresa, las probabilidades de choque en el futuro se

aproximan a 1. Sencillamente este caso no puede suceder. Es preciso que durante el proceso de toma de participación se consensúe una visión común de la empresa y su desarrollo, y que esta dé lugar a una financiación adecuada.

2. El inversor ha visto la oportunidad y desea asegurarse un mayor porcentaje en el capital ahora que la empresa vale menos. Estos casos no son muy frecuentes pero en ocasiones sí se observan en la práctica. Aquí conviene que el emprendedor borre de sus ojos el signo del dólar y adopte una postura responsable que puede pasar, por ejemplo, por proponer al inversor que haga varias aportaciones en distintos momentos a mayores valoraciones.

Parece lógico que conforme el negocio va consiguiendo hitos la empresa valga más. Incluso es posible que cuando hay ventas o resultados positivos puedan aplicarse algunos de los métodos de valoración tradicionales. Pero ¿cómo determinar el valor del negocio, o incluso de la idea, en una primera ronda de inversión?

En España suele decirse que un buen plan de negocio con un buen equipo detrás puede llegar a valer un millón de euros. ¿Por qué un millón? Personalmente no lo sé. En muchos casos la valoración de esa idea o de ese plan de negocio tiene más que ver con la percepción sobre riesgo y potencial rentabilidad del inversor que con otra cosa. Cuando uno ve un plan de negocio que en el quinto año aspira a facturar 12 millones instintivamente lo valora más que otro plan que se propone llegar a 7 millones (otra cosa es que sean creíbles las cifras).

En la mayoría de las ocasiones lo que se valora en esa primera ronda de financiación no es la capacidad de generar riqueza de la idea, sino cuánto merece el equipo promotor. En el mundo anglosajón se denomina *sweat equity* a ese reconocimiento en términos de valoración a los promotores por la idea y los avances que han alcanzado hasta la fecha. El término me gusta porque no es financiero. Es decir, en una *startup* valorada en un millón de euros postmoney en la que el equipo promotor retiene el 70% no debemos concluir que la contribución de esos emprendedores (el valor premoney) vale 700.000 euros. La forma correcta como

la ve el inversor es: «en esta empresa que a efectos de mi inversión vale 1 millón de euros, es justo que los promotores retengan el 70% de la propiedad, y así mi aportación me dé derecho al 30% del capital».

Estamos abandonando en cierto sentido el carácter económico y cuantitativo de la valoración, y entramos en una esfera más subjetiva y cualitativa, coherente con un tipo de negocio en el que no se dispone de información suficiente para establecer una valoración financiera según métodos generalmente aceptados. En ese sentido debe interpretarse la tesis de este libro de que en la *startup* la valoración no es posible.

Problemas de una valoración demasiado elevada

Pero aún puedo ir más allá en la discusión sobre la conveniencia de buscar la mayor valoración por parte del emprendedor, dejando de lado otros aspectos fundamentales de su *startup*, y afirmar que en determinados casos perseguir el máximo valor premoney puede ser contraproducente.

Pensemos fríamente. Si el Venture Capital entra a valoración de un millón de euros, por ejemplo, y se fija un múltiplo objetivo de x3 en su inversión (es decir, a la salida querrá recuperar 3 euros por cada euro aportado hoy a la empresa), en caso de que las cosas vayan bien no va a aceptar ninguna oferta por la empresa inferior a 3 millones de euros. Si un competidor hace una oferta de compra de la empresa por 2 millones de euros y es interés del emprendedor aceptar tal oferta se va a encontrar con la negativa del inversor. Cuanto mayor sea la valoración más ofertas de compra serán rechazadas.

Pero el caso anterior es demasiado rebuscado. ¿Por qué, pues, va a ser contraproducente conseguir una valoración de 2 millones de euros en lugar de una de 1,5 millones? La respuesta es sencilla: si la empresa no hace frente a más rondas de financiación efectivamente no hay problema alguno porque el emprendedor va a realizar el porcentaje de capital pactado en esa ronda. Pero lo normal, sobre todo en las primeras rondas, es que la realidad sea otra y esa valoración alta hoy da lugar a unos

derechos y mañana puede convertirse en una rémora según las circunstancias.

Caso: Empresa de Internet I

Dos emprendedores elaboran un plan de negocio de PayPerUse.com, una sociedad que prestará servicios de *cloud computing* a empresas. La oportunidad es muy atractiva, pues se ha puesto de manifiesto la disposición de las empresas a pagar por este tipo de servicios en lugar de comprar licencias de paquetes que posteriormente deben actualizar, mantener, etc.

El negocio es tan interesante que los promotores consideran que con una inyección de capital inicial de 200.000 euros PayPerUse.com puede lanzar el servicio y dotarse de la estructura necesaria para lograr *cash flow* positivo sin necesidad de más aportaciones de fondos.

Los emprendedores han elaborado unas proyecciones conservadoras, han consultado alguna operación comparable obteniendo datos en foros de inversión y, considerando la financiación que necesitan, llegan a la conclusión de que en esta ronda lo justo es dar al inversor el 10% del negocio, lo que equivale a una valoración postmoney de 2 millones.

El fondo VC1 analiza con interés la oportunidad, pero solicita el 27% del capital. Se inicia un período de negociaciones en los cuales finalmente el VC1 acepta una valoración de 1,33 millones de euros (lo que equivale a un porcentaje del 15%), pero con una cláusula antidilución que lo proteja en una eventual segunda ronda de financiación (esto es, si hay una segunda ampliación de capital con una valoración inferior a 1,33 millones VC1 recibirá las acciones necesarias para no ver rebajado su porcentaje más allá de esa valoración).

Los emprendedores estiman que el porcentaje está dentro de lo aceptable y aceptan la cláusula antidilución (estudiaremos con detalle esta cláusula en el capítulo dedicado al acuerdo de inversión).

Sin embargo, pasan los meses y la beta del servicio contiene unos bugs que es preciso corregir. Se retrasa la salida al mercado del servicio y la sociedad se encuentra con una necesidad financiera adicional de otros 200.000 euros, derivada de la estructura ya montada.

VC1 y la sociedad salen a buscar la financiación y encuentran a VC2, que está dispuesto a aportarla, pero con la condición de quedarse con el

33% del capital (valoración postmoney de 600.000 euros). Los emprendedores consideran inaceptable la propuesta. VC1 arguye que no va a poner más dinero en el proyecto y que si no se acepta la propuesta de VC2 liquidará la compañía, que está en situación de insolvencia.

Finalmente se cierra la ronda, quedando los socios con estos porcentajes:

Socio	Porcentaje de capital
VC2	33%
VC1	22%
Emprendedores	45%

¿Cómo influyó la negociación de los emprendedores en su participación final?

Comentario

Supongamos que los emprendedores hubiesen aceptado la valoración inicial de VC1. Esta valoración era de 740.740 euros, el porcentaje de VC1 ascendía así al 27% y sin cláusula antidilución para el inversor.

Las cosas van mal y en la segunda ronda el nuevo inversor se queda el 33%, pero tanto VC1 como los emprendedores se diluyen, por lo que la situación queda así:

Socio	Porcentaje de capital
VC2	33%
VC1	18%
Emprendedores	49%

El error que han cometido los emprendedores ha sido poner su punto de mira en el objetivo local de la valoración de hoy y no en su situación a medio plazo considerando un escenario perfectamente posible, como la marcha adversa del negocio.

Una valoración excesivamente elevada, aparte de repeler hoy a potenciales inversores, puede suponer un obstáculo a la financia-

ción posterior de la *startup*. En el ejemplo, la empresa de Internet iba mal y hemos supuesto que incluso en esa situación había un inversor dispuesto a apostar por ella, lo cual es bastante suponer.

Cuando la valoración premoney en una ronda es inferior a la valoración postmoney en la ronda anterior se dice que nos encontramos ante un *down round*. Un *down round* es la peor pesadilla de un Venture Capital, después lógicamente de una quiebra o una salida con pérdidas. Supone que el precio que ha pagado por una *startup* es mayor de lo que debería haber sido. Pero no ya basándonos en modelos económicos o valoraciones cualitativas, sino en la irrefutable realidad de un nuevo inversor que sí pone precio (de mercado) al proyecto en el que él está participando.

Un *down round* puede ocurrir tanto si la empresa va bien, en cuyo caso el sobreprecio es evidente, como si va mal. En este segundo caso el emprendedor puede argüir que el precio de la primera ronda fue adecuado pero que las circunstancias del mercado han jugado en contra de la *startup*. Este argumento es defendible y, si verdaderamente la empresa tiene opciones de remontar el vuelo, posiblemente haga que el Venture Capital se sienta mejor.

De hecho un *down round* es negativo, pero no una condena a muerte. Para empezar, un *down round* es mejor que un «no round». Es decir, si estamos ante un *down round* es que existe un segundo inversor que está dispuesto a entrar en la empresa, a un precio inferior, sí, pero dispuesto a invertir. El proyecto tendrá así una segunda oportunidad, cosa que no tendrá si la decisión que se toma ante la mala marcha de la empresa es liquidarla.

Sin embargo, no es necesario que las cosas se tuerzan tanto para que la valoración tan alta se vuelva en contra de los emprendedores, como vemos en este otro ejemplo.

Caso: Empresa de Internet II

Finalmente los emprendedores convencen a VC1 para que acepte una valoración de 2 millones de euros quedándose así con el 10% de PayPalUse.com y la cláusula antidilución. Se realiza la ampliación de capital y la empresa pone en marcha su plan de negocio.

Se desarrolla la plataforma y se consiguen un par de clientes para probar la beta, se muestran entusiastas pero pagan cantidades simbólicas. Tal y como se preveía PayPerUse.com no necesita de más capital, pues puede operar con los recursos que va generando sin hacer grandes dispendios. Sin embargo VC1 y los emprendedores se plantean dar un empujón al negocio contratando más comerciales de los previstos y abriendo una oficina en América Latina. Estiman que las necesidades financieras de esta actuación que permitirá alcanzar a la empresa el siguiente nivel son 350.000 euros.

VC1 comenta la oportunidad a VC2, invitándole a invertir. VC2 está interesado y pregunta a los emprendedores por las condiciones de la entrada. Considerando el recorrido de PayPerUse.com y el porcentaje que tiene VC1 por una inversión de 200.000 euros en un estadio mucho más inicial del proyecto, se le ofrece a VC2 un 10% de la compañía (valor postmoney: 3,5 millones de euros).

VC2 considera que este nivel de valoración por una empresa en el estado en que se encuentra no es aceptable y hace una última oferta de valoración de 2,5 millones de euros, a su juicio adecuada, puesto que el riesgo comercial del negocio permanece, al tener los clientes actuales unas condiciones de contratación muy ventajosas.

VC1 bloquea la operación.

Comentario

En este caso no hay un *down round*, por lo que la protección de VC1 no se aplica y eso le condena a diluirse completamente.

Si bien la situación de PayPerUse.com en este caso no es dramática, sí que nos muestra un claro ejemplo de cierre de puertas. Cierre de puertas a nuevos inversores, a opciones de crecimiento, a flexibilidad estratégica. La empresa, azotada por una valoración poco creíble en primera ronda, se ve abocada a forzar un crecimiento limitado por su propia generación de recursos.

Es cierto que la empresa podría estimar la creación potencial de valor de la entrada de VC2 y la posición accionarial de cada socio una vez que esta se produzca para determinar si es atractiva o no la propuesta del nuevo financiero. En todo caso, la parte que más pierde aquí es VC1, que está pagando el precio de haber aceptado una valoración tan elevada y se enfrenta ahora con escenarios indeseables.

En general, si el Venture Capital detecta, después de su entrada, que una nueva ronda de financiación es inevitable peleará, bien por aumentar el tamaño de la ronda actual con coinversores, bien por conseguir una valoración baja que le permita escapar de un *down round* en la nueva ronda. Si el emprendedor se resiste, lo más normal es que entonces el inversor le imponga una cláusula antidilución, cuyo funcionamiento veremos en próximos capítulos.

Sin embargo, en esa misma negociación es preciso partir de una base financiera sobre la que se podrán argumentar razones para fijar la valoración final de la *startup*. Y esto nos lleva al análisis de los mecanismos de valoración comúnmente aceptados que enumeramos al principio de este capítulo.

Métodos de valoración generalmente aplicados

Flujos de caja descontados (FCD)

Este método es el más empleado por los analistas. Se basa en la tesis de que el valor actual de la empresa se corresponde con la caja generada por el negocio a lo largo de toda su vida, descontada a día de hoy. Así, los pasos que es preciso dar para obtener un valor del negocio basado en FCD son los siguientes:

1. En primer lugar hay que realizar unas proyecciones financieras que permitan calcular los flujos de caja durante el horizonte temporal considerado (generalmente, cinco años) según el procedimiento de elaboración del plan financiero ya visto en capítulos anteriores.
2. Al final de este período se computa el valor terminal del negocio, esto es, flujos de caja que generará a partir del sexto año hasta el infinito.
3. Los flujos de caja y el valor terminal se descuentan al día de hoy aplicando una tasa de descuento (que refleja el riesgo asociado a estos flujos de caja) para calcular el valor actual del negocio.

4. El valor de los fondos propios (acciones o participaciones) será igual al valor del negocio así obtenido, menos la deuda y más otros activos excedentes al negocio (generalmente caja extra a disposición de la empresa en bancos, depósitos, etc.).

El concepto de flujo de caja ya fue tratado en el capítulo del modelo económico. Allí se dijo que estaba formado por tres componentes: flujo de caja de las operaciones, flujo de caja de las inversiones y flujo de caja de la financiación.

Según el FCD, para calcular el valor del negocio habría que descontar el flujo de caja de las operaciones y el de las inversiones. El de la financiación no se descuenta porque no son flujos derivados de la actividad normal de la empresa (producir, vender e invertir), sino que dependen de la política financiera que ha decidido seguir la sociedad.

Así, si la empresa solo tiene activos afectos al negocio, podemos determinar el valor del flujo de caja con esta fórmula:

$$\text{Flujo de caja} = \text{Resultado antes de intereses e impuestos} \times (1 - \text{tasa impositiva}) + \text{Amortizaciones} - \text{Inversiones} - \text{Incrementos en el fondo de maniobra}$$

Veamos uno a uno los componentes anteriores:

Resultado antes de intereses e impuestos	Este valor es el resultado operativo de la empresa, en otras palabras, los ingresos menos los costes (incluida amortización).
(1 – tasa impositiva)	Al resultado anterior es preciso deducir los impuestos.
Amortizaciones	Las amortizaciones reducen el resultado antes de intereses e impuestos. Sin embargo, son apuntes contables que no reflejan ningún movimiento de tesorería. Es decir, a pesar de ser un gasto no redujeron la caja de la empresa. Por esta razón es necesario «devolverlas» al resultado para saber cuánta caja generó el negocio.

Inversiones	De la misma manera, las inversiones en activos de la empresa sí redujeron la caja del negocio pero no se incluyeron en el resultado antes de intereses e impuestos. Recordemos que las inversiones solo se reflejan en el resultado vía amortizaciones anuales (ya consideradas antes), por lo que si la empresa gastó dinero en invertir hay que deducir aquí su importe íntegro.
Incrementos en el fondo de maniobra	Si todo se cobrase y pagase al contado no habría problema en detener el cálculo del flujo de caja en las inversiones. Sin embargo, la empresa financia a clientes y deudores y se financia de proveedores y acreedores. Además, si tiene almacenes el movimiento de existencias refleja una inversión o desinversión en stock. El movimiento de los saldos anteriores de un año a otro determina si la empresa destinó caja a financiar a clientes o a aumentar su stock, o bien aumentó su tesorería gracias a financiarse de acreedores o reducir su stock. El neto de todos estos saldos puede ser una generación o destrucción de caja en el período de tiempo considerado.

Si nos fijamos bien veremos que el flujo de caja es igual al resultado después de impuestos menos el esfuerzo inversor de la empresa. En efecto, podemos considerar que las inversiones, las amortizaciones y los aumentos de capital de trabajo son la «inversión neta» de la *startup*, no solo en activos fijos sino también en otros elementos como inventarios, clientes, etc.

Así pues, disponiendo de las proyecciones financieras durante el horizonte temporal del plan financiero podemos obtener el flujo de caja del negocio. A continuación es preciso calcular el valor terminal de la empresa, esto es, el valor de sus flujos de caja a partir del último año proyectado en adelante.

Para ello emplearemos una formulación matemática de una serie temporal infinita (en inglés, *perpetuity*). Según este concepto, el valor actual de una serie infinita de pagos es igual al pago anual obtenido dividido entre la tasa de descuento menos la tasa de aumento de los pagos anuales.

Aplicado a nuestro caso, y suponiendo que hayamos hecho unas proyecciones a cinco años, el valor terminal del negocio sería:

Valor terminal = Flujo de caja del año 6 / (tasa de descuento – tasa de aumento de flujos de caja a partir del sexto año)

La tasa de aumento de los flujos de caja a partir del sexto año debe ser relativamente baja (un 1% o un 2%). Si el plan financiero de la *startup* prevé que los crecimientos de los flujos de caja del año sexto y séptimo sean muy altos entonces lo suyo sería ampliar las proyecciones hasta el año sexto o séptimo y calcular el valor terminal a partir del año octavo.

La cuestión fundamental de todo el método de FCD es la tasa de descuento. Esa tasa es el coste de capital de la empresa, que es la suma del coste de la financiación propia y la ajena ponderados por su cuantía, como vimos en el primer capítulo.

En el caso de una *startup* suele haber pocos recursos ajenos, lo fundamental es el coste de los fondos propios, y dentro de estos la prima de riesgo más adecuada. Esta prima de riesgo debe reflejar el riesgo al que sometemos esos fondos propios invirtiéndolos en la empresa y, por tanto, por cuánto deben ser retribuidos. En definitiva, se trata de descontar los flujos de caja empleando una tasa según el riesgo asociado a ese flujo que se está descontando.

Hay dos formas de trabajar con tasas de descuento en *startups*: tasas dinámicas y fijas. Con tasas dinámicas lo que se hace es aplicar a cada año porcentajes de descuento distintos, puesto que los flujos de cada uno de ellos se refieren a un momento posterior en el ciclo de vida de la empresa en el que esta tiene un perfil de riesgo diferente.

Con una tasa fija todos los flujos se descuentan con un mismo valor.

Caso: Tasas de descuento

La empresa Alfa ha elaborado un plan financiero a cinco años del que se desprenden los siguientes flujos de caja (FC) y valor terminal:

FC Año 1	FC Año 2	FC Año 3	FC Año 4	FC Año 5	Valor terminal
-50	-3	2	55	235	1.380

El fondo VC1 propone descontar los flujos empleando una tasa fija del 45%, mientras que el inversor VC2 emplea las siguientes tasas dinámicas:

Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
80%	70%	65%	45%	40%

Comentario

El valor final resultado del descuento realizado por VC1 es de 229. La tabla de factores de descuento es:

Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
0,68965517	0,47562426	0,32801673	0,22621843	0,15601271

Esta tabla se ha obtenido con esta fórmula:

$$\text{Factor año } n = 1 / ((1 + 45\%)^n)$$

Por su parte, el valor de VC2 se aproxima a 284, siendo la tabla de factores esta:

Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
0,55555556	0,34602076	0,22261179	0,22621843	0,18593443

Habiéndose obtenido estos con la siguiente expresión, donde «r» indica el tipo empleado en el año en cuestión:

$$\text{Factor año } n = 1 / ((1 + r)^n)$$

Fijémonos que en este caso la mayor creación de valor proviene del flujo de caja del último año y del valor terminal. Así, el hecho de que VC2 emplee una tasa menor para estos últimos datos explica la mayor parte del diferencial de valor de ambos métodos.

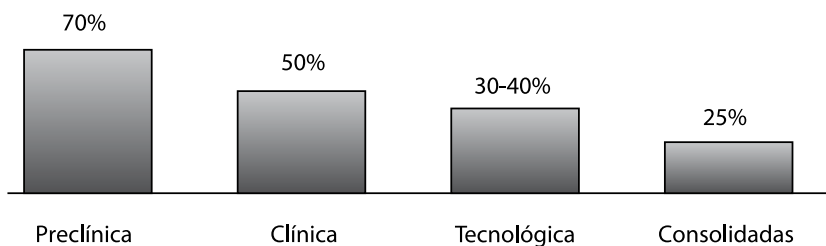
Ya vimos que la prima de riesgo aplicada al coste de los fondos propios de las *startups* debía ser significativamente superior

de la de las empresas cotizadas en bolsa. Además, para determinar los porcentajes precisos aplicables a la *startup* es necesario tener en cuenta la elevada tasa de mortandad de las empresas de nueva creación, así como el hecho de que los Venture Capital asumen que un porcentaje relevante de sus inversiones resultarán fallidas o, a lo sumo, meras recuperaciones del capital aportado, por lo que las empresas exitosas deben compensar tales pérdidas.

Con todo, la experiencia muestra que, aplicando tasas fijas, algunos proyectos de *startup* de las características siguientes han sido descontados a estas tasas:

Tasas de descuento observadas en *startups*

Porcentaje



La tasa empleada para descontar los flujos depende de la percepción del riesgo que el analista tenga de tales flujos

Fuente: elaboración propia.

Una empresa de biomedicina que tenga una molécula en fase preclínica debe recorrer un largo camino hasta el registro, y son muchas las posibilidades de que se caiga en algún momento del proceso. Estos negocios son «binarios», pueden salir bien o mal. Si salen bien generan mucho valor. Si salen mal, no generan casi nada. El riesgo es enorme y por esta razón la tasa de descuento

es tan elevada. Si esa empresa ya ha conseguido entrar en fase clínica, los riesgos existen, pero son más reducidos y, así, la tasa es inferior al caso anterior.

Una empresa tecnológica en la que los resultados no son binarios (esto es, pueden salir bien, mal o regular) los riesgos se perciben como algo inferiores. En general es muy raro ver una *startup* descontada por debajo del 20–25%. Estos valores se reservan para empresas ya consolidadas.

Para el lector poco familiarizado con las finanzas, las explicaciones anteriores acerca del cálculo del valor de la *startup* pueden resultar extrañas o, incluso, caprichosas. Por ello recurriré a un método económico para mostrar la manera en que la técnica del FCD se aplica. Con ello espero que se disipen todas las dudas y quede clara la forma en que los estados financieros de una empresa pueden reconstruirse para mostrar el flujo dinero que circuló por la *startup* en un ejercicio determinado. El fichero es [Modelo economico FCD.xls]. El FCD siempre debe hacerlo el emprendedor. No solo por su importancia para estimar un valor del negocio de una manera generalmente aceptada, sino también porque este método permite calcular las necesidades de financiación de la empresa, tal y como veremos en la hoja de cálculo.

Modelo FCD

Con este modelo calcularemos los flujos de caja de un plan de negocio ficticio para mostrar los pasos que el emprendedor debe seguir para su correcto cálculo. Conviene advertir que el modelo está sumamente simplificado pues su objetivo es pedagógico, y en ningún caso nos proponemos aquí facilitar al lector una herramienta directamente utilizable para desarrollar su propio modelo financiero.

Vemos que el fichero contiene cuatro pestañas: «PyG», «inversiones», «masas de balance» y «flujo de caja», que será el lugar donde obtendremos los datos de salida del modelo.

En la pestaña «PyG» debemos introducir una serie de datos de entrada en el modelo:

- Ventas.
- Coste de ventas, como porcentaje de ventas.
- Coste de personal.
- Gastos generales.
- Gastos de I+D+i activados: porcentaje de gastos de personal que corresponden a ingenieros y cuya activación es conforme a la normativa.

En esta pestaña se calcula el resultado operativo (EBITDA) y el resultado antes de intereses e impuestos (EBIT) para todo el horizonte del plan.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Cuenta de explotación					
Miles de euros					
Ventas	0	300	1.000	2.500	4.000
Coste de ventas	0%	45%	45%	40%	40%
Trabajos realizados para I+D+i	52	68	90	90	60
Coste personal	65	90	150	300	600
Gastos generales	35	65	120	150	200
EBITDA	-48	78	370	1.140	1.660
Amortizaciones	13,6	30,3	49,3	72,3	85,3
EBIT	-62	47	321	1.068	1.575
Porcentaje de activación (sobre gastos de personal)	80%	75%	60%	30%	10%

En la siguiente pestaña, «inversiones», se introducen las inversiones materiales en mobiliario y equipos para procesos de información. Sumando las activaciones anteriores se obtiene el total de inversiones del ejercicio. Se considera que todos los activos se amortizan en cinco años.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Inversiones					
Miles de euros					
Mobilario	6	6	15		
Equipos informáticos	10	10	5	10	5
Inmovilizado inmaterial	52	68	90	90	60
Total	68	83,5	95	115	65
Amortizaciones (5 años)	13,6	30,3	49,3	72,3	85,3
Inmovilizado fin año	54,4	121,2	197,2	289,2	341,2

En la pestaña «masas de balance» se introduce:

- Porcentaje de IVA.
- Días de pago a proveedores.
- Días de cobro a clientes.
- Días de inventario: tiempo que están las mercancías de media en el stock.

	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Fondo de maniobra						
Miles de euros						
Días pago a proveedores	60	60	60	60	60	IVA 16%
Días cobro a clientes	90	90	90	90	90	
Días de inventario	30	30	30	30	30	
Proveedores	0	26	86	191	305	
Clientes	0	86	286	715	1.144	
Inventario	0	11	37	82	132	
Seguridad social	16	22	36	73	145	
SS acreedora	2	3	5	10	21	
IVA en ingresos	0	48	160	400	640	
IVA en gastos ventas	0	26	88	240	384	
IVA en generales	8	10	19	24	32	
IVA en Capex	3	3	1	4	1	
IVA crédito (activo)	8	0	0	0	0	
IVA débito (pasivo)	0	9	52	132	223	
IVA débito en balance	0	1	4	11	19	
Activo a corto						
Inventario	0	11	37	82	132	
Clientes	0	86	286	715	1.144	
Hacienda Pública deudora	8	0	0	0	0	
Pasivo a corto						
Proveedores	0	26	86	191	305	
Hacienda Pública acreedora	0	1	4	11	19	
SS acreedora	2	3	5	10	21	
Fondo de maniobra						
Inventario	0,0	11,1	25,9	45,2	49,3	
Clientes	0,0	85,8	200,2	429,0	429,0	
Hacienda Pública deudora	8,2	-8,2	0,0	0,0	0,0	
Proveedores	0,0	25,7	60,1	104,9	114,4	
Hacienda Pública acreedora	0,0	0,7	3,6	6,7	7,8	
SS acreedora	2,3	0,9	2,1	5,2	10,4	
Variaciones del fondo de maniobra	-5,9	-61,4	-160,4	-357,5	-346,0	

Con estos datos la hoja calcula la variación del fondo de maniobra. Finalmente, la pestaña flujo de caja calcula este con la formulación apuntada anteriormente.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Flujo de caja	-121,9	-81,6	18,4	347,2	776,6
Miles de euros					
EBIT	-61,6	47,2	320,7	1.067,7	1.574,7
Impuestos sobre EBIT	0,0	14,2	96,2	320,3	472,4
Amortizaciones	13,6	30,3	49,3	72,3	85,3
Inversiones	68,0	83,5	95,0	115,0	65,0
Cambios en fondo de maniobra	-5,9	-61,4	-160,4	-357,5	-346,0

Compruebe el lector cómo afectan a los flujos los cambios en los datos de partida del modelo para verificar su efecto. Por ejemplo, si reduce los días de inventario del año «n» comprobará cómo aumenta el flujo de caja de ese año, pues se están destinando menos fondos a financiar el stock y por consiguiente se alivia la tesorería.

¿Qué ocurre si aumentamos el porcentaje de activaciones del año «n»? Teóricamente no debería cambiar el flujo de caja, puesto que los sueldos los hemos pagado igualmente. Sin embargo en la hoja apreciamos una pequeña diferencia. Esa pequeña diferencia se explica por un efecto fiscal, ya que al ser superior el beneficio del año en que se aumenta la activación se pagan más impuestos y en el fondo de maniobra no hemos bajado a ese nivel de detalle (fíjese el lector que si cambia el porcentaje de activación el fondo de maniobra permanece constante). Bien modelados los impuestos, el flujo de caja debería ser igual, pues la mejora del beneficio se compensaría con una mayor inversión neta (inversión menos amortizaciones).

Dos cuestiones finales sobre FCD. El lector debe tomar buena nota de la diferencia entre el valor del negocio y el valor de las acciones de la empresa. El método FCD nos ofrece una aproximación al primero de ellos, es decir, cuánto vale el negocio que nos ofrece esos flujos de caja y tiene el riesgo recogido en la tasa de descuento que estamos aplicando. Ahora bien, ese valor no tiene por qué coincidir con el de las acciones o participaciones, que representan la propiedad del capital de la empresa.

El valor del negocio obtenido descontando sus flujos de caja pertenece no solamente a los propietarios de la empresa, sino en una parte a los acreedores de esta. Los pagos a los acreedores operativos (proveedores, trabajadores, etc.) ya se tuvieron en cuenta para calcular los flujos de caja. Sin embargo quedan los acreedores financieros, las entidades de crédito fundamentalmente. Así, es preciso deducir al valor del negocio el importe de la deuda pendiente de pago.

Por otra parte, la empresa en el momento de valorarse puede disponer de determinado efectivo, tanto en cuenta corriente como en depósitos o demás inversiones más o menos a la vista. Además puede ser titular de otros activos cuya valoración no haya sido tomada en cuenta hasta ahora en el FCD. En uno y otro caso el valor de estos activos debe incluirse en la valoración. Llamaremos a estos activos financieros y no financieros «activos no afectos», y así el valor de los fondos propios será:¹

$$\text{Valor de los fondos propios} = \text{Valor del negocio} - \text{Deuda} + \text{Activos no afectos}$$

En el caso de las *startups* no suele haber importantes activos no afectos. Sin embargo sí es posible que haya asumido algo de deuda, con lo que no debemos olvidar deducirla del valor del negocio para valorar los fondos propios que, recordemos, es lo que obtendrá el inversor a cambio de su aportación económica.

1 En inglés «valor del negocio» se denomina *enterprise value* y «valor de los fondos propios» es *equity value*. Estos conceptos los retomaremos posteriormente en el método de comparables.

La segunda cuestión final tiene que ver con el valor terminal. En aquellos casos en que la *startup* quema mucha caja al principio del plan financiero, los flujos descontados durante el horizonte temporal del plan son muy bajos o incluso negativos. Por tanto, el valor del negocio obtenido por FCD procede del valor terminal. Reflexionemos sobre este hecho. Si respecto al valor total del negocio el valor terminal representa la mayor parte estamos diciendo que la generación de riqueza financiera ocurre más allá del horizonte temporal, que suele coincidir con el momento de salida del inversor. No queremos insinuar que durante los primeros cuatro o cinco años la empresa no vale nada. Sí vale, pues de hecho se están poniendo los cimientos de ese valor que presuntamente llegará luego. Lo que queremos decir es que, ponderándose por el riesgo que comportan los flujos de caja, lo que parece ocurrir es que el verdadero valor lo encontraremos pasado ese tiempo de permanencia del inversor. En otras palabras, que su estancia permite la consecución de ese valor y en la venta de su participación se capitaliza esa inversión. No deberá sorprendernos cuando analicemos al final de este capítulo el modo en que el inversor valora el negocio que precisamente el Venture Capital empieza su análisis en este valor de salida.

Árboles de probabilidad

La técnica del FCD responde a una filosofía correcta: el negocio vale lo que vale la caja que es capaz de generar. Lástima que los flujos de caja que obtenemos en el modelo sean tan inciertos.

Cuando nos encontramos con una *startup* en el que el nivel de incertidumbre es anormalmente alto tenemos la posibilidad de emplear una variante al modelo FCD que denominaremos aquí «árboles de probabilidad».

En realidad la mecánica es la misma: obtener los flujos de caja de igual modo que en el caso anterior y descontarlos. Sin embargo con este sistema obtendremos varios valores descontables, pues en el árbol plantearemos distintos escenarios. Cada rama del árbol contendrá un escenario que se pesará por su probabilidad de verificarse, la cual recoge el riesgo implícito de que tal escenario llegue a producirse en la

realidad. Por esta razón el valor del flujo de caja de cada escenario se descuenta con una tasa habitual en la industria, puesto que la probabilidad empleada para ponderarlo ya recoge el riesgo de que se produzca.

La mejor manera de entender este mecanismo de valoración es mediante un ejemplo.

Caso: Servicio de biotecnología

Dos científicos han desarrollado un novedoso test de predicción de enfermedades neurodegenerativas. El modelo teórico está finalizado y ahora queda pendiente verificar su aplicación práctica. Para simplificar supongamos que existen tres posibles escenarios:

- Pesimista: el test no es capaz de ofrecer valores predictivos claros.
- Conservador: el test parece útil para determinadas enfermedades que ya se encuentran debidamente detectadas con los test actuales.
- Optimista: el test mejora sustancialmente las alternativas existentes en el mercado, y funciona además para enfermedades sin test de predicción actual.

¿Cuál es la mejor manera de valorar el proyecto?

Comentario

Parece lógico suponer que los flujos de caja en los tres casos serán muy distintos. Por esta razón los emprendedores hacen tres proyecciones, una por cada escenario, con estos flujos de caja:

Escenario	FC año 1	FC año 2	FC año 3	FC año 4	FC año 5	Valor terminal
Pesimista	-90	-15	0	0	0	0
Conservador	-90	0	2	10	20	200
Optimista	-90	2	20	55	110	1.200

El siguiente paso consiste en determinar la probabilidad de que ocurran cada uno de los escenarios anteriores, teniendo en cuenta lógicamente que la suma de los tres debe ser 100%. Los emprendedores consideran que a día de hoy la mejor estimación sería esta:

Escenario	Probabilidad
Pesimista	25%
Conservador	45%
Optimista	30%

Debemos considerar a continuación la tasa de descuento con la que descontar los flujos, tasa que debe reflejar el riesgo asociado a estos. Si nos fijamos, vemos que al asignar probabilidades a cada escenario ya estamos aplicando la tasa de riesgo al proyecto. En la tabla anterior reconocemos que existe un porcentaje no irrelevante de casos en los que el proyecto no valdrá nada (25%) y que en casi la mitad (45%) los flujos de caja superan por poco las inversiones necesarias.

Así pues, si las probabilidades de cada escenario ya recogen el riesgo del proyecto, lo adecuado es emplear entonces una tasa de descuento habitual en el sector, esto es, que recoja el riesgo propio de este y que en igualdad de condiciones pueda ser aplicable a cualquier empresa que compita en él.

El modo de calcular esta tasa es mirar las principales empresas que compitan en el sector, observar la prima de riesgo que les aplica el mercado y obtener una media. Supongamos que la tasa de descuento del sector biotecnológico es en este momento próxima al 11%. Si descontamos cada serie de flujos de caja y valor terminal con esa tasa obtenemos los siguientes valores actuales:

Escenario	Valor actual del negocio
Pesimista	-93
Conservador	57
Optimista	749

El último paso consiste en ponderar cada uno de los escenarios por su probabilidad, lo cual arroja un valor de 227 para la *startup*. Obtenido:

$$\text{Valor de la } startup = -93 (25\%) + 57 (45\%) + 749 (30\%) = 227$$

El caso del ejemplo es muy sencillo. La realidad puede complicarse mucho más de manera que los escenarios sean más y dentro de cada uno de ellos, a su vez, haya subescenarios, con lo que en

último término quede una estructura parecida a un árbol. Al final de cada rama tendríamos un valor descontable pesado por la probabilidad de llegar a esa rama y aplicando la técnica descrita obtendremos el valor del negocio.

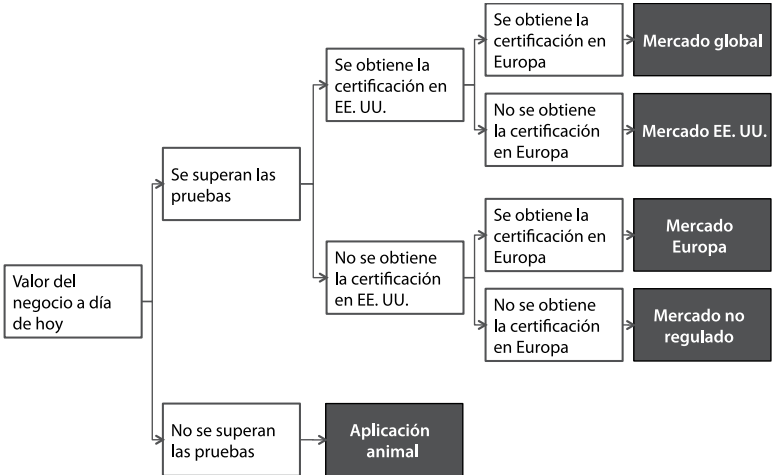
Ejemplo

Una empresa de biotecnología ha desarrollado un producto de uso en animales y se propone realizar las pruebas para aplicarlo en humanos. No se sabe si los ensayos saldrán bien. Si salen mal, el negocio se reducirá al campo animal (que es posible en todo caso), con unas ventas potenciales modestas.

Si las pruebas salen bien sería posible distribuir el producto en mercados no regulados sin ningún trámite adicional, pues es suficiente con que se demuestre que los ensayos fueron positivos. En cambio, para vender en Estados Unidos y Europa, que son mercados regulados, hay que obtener una certificación especial. Conseguir la certificación en Estados Unidos no implica que se consiga en Europa, y viceversa (esto es, los sucesos son independientes).

En consecuencia, la empresa se enfrenta a una situación como la descrita en este árbol:

Ejemplo de un árbol completo



Se deben cuantificar cinco escenarios distintos de flujos de caja: aplicación sólo animal, aplicación sólo en no regulados, aplicación en no regulados y Estados Unidos, aplicación en no regulados y Europa, aplicación en no regulados, Europa y Estados Unidos.

A continuación se establecen probabilidades a cada rama y se descuentan los flujos con un tipo habitual en la industria.

Una ventaja del método del árbol es que nos permite modelar eventos binarios, es decir, modelos de negocio en los cuales algo puede ocurrir o no ocurrir, pero sin que existan términos intermedios. Cuando un emprendedor proyecta cuotas de mercado, por ejemplo, puede ser más o menos optimista, y situar la cuota objetivo en el rango [0%-100%]. Sin embargo, con un evento binario no se puede hacer algo parecido.

El caso más habitual de evento intermedio es aquel en que la *startup* debe obtener una certificación o superar determinada prueba para lanzar un producto. Si el resultado del test es «sí» o «no», nos encontramos con un evento binario.

Una técnica financiera para modelar un caso así consiste en aplicar el método del árbol de probabilidad y desdoblar los casos posibles, asignándoles a cada uno una probabilidad y una estimación propia de flujos de caja. En este caso obtendremos al final un valor ficticio, pero por lo menos incluiremos en el análisis un factor de corrección que en el FCD no es posible introducir al trabajarse únicamente con un caso base.²

Opciones reales

Las opciones son contratos en los que su titular dispone del derecho a comprar o vender un determinado activo en un momento posterior a un precio dado. Generalmente el activo que se com-

2 La alternativa en el FCD sería realizar un caso optimista con el test superado y un caso pesimista con el test sin superar y abrir una horquilla de valoración que incluyese ambas estimaciones.

pra o vende (también denominado «subyacente») es un activo financiero, como la acción de una empresa.

Así, por ejemplo, una persona puede comprar hoy una acción de Telefónica y pagar por ella su cotización actual, digamos 20 euros. Pero también puede comprar una opción de compra de una acción de Telefónica, ejercitable dentro de un año a 15 euros. En este caso hay dos precios: el precio de la opción, que paga su titular para disponer de ese derecho, y el precio de ejercicio de la opción, que es el precio que se fija en el contrato y al cual se podrá comprar la acción de Telefónica dentro de un año. Una opción de compra así se denomina *call* y, recapitulando, sus elementos son:

Elemento	Descripción	Datos del ejemplo
Subyacente	Activo que se puede comprar o vender al ejercitarse la opción.	Acción de Telefónica
Precio de ejercicio	Precio que se tendrá que pagar en el ejercicio de la opción por la acción de Telefónica.	15 euros
Precio actual del subyacente	Precio que tiene hoy el activo que se puede comprar o vender al ejercitarse la opción.	20 euros
Tiempo de ejercicio	Plazo de tiempo que debe pasar hasta que la opción pueda ejercitarse.	1 año
Precio de la opción	Precio que paga el titular de la opción por tener ese derecho a comprar o vender.	2 euros

En la tabla anterior tendríamos pues una opción de compra para dentro de un año a 15 euros de una acción de Telefónica que hoy cotiza a 20 euros. Fijémonos que aquí la persona que compra la *call* espera que dentro de un año la acción de Telefónica cotice a más de 15 euros. De hecho, si por ejemplo un año después la cotización es 22 euros el titular ejercitará la opción y podrá comprarla a 15 euros para inmediatamente después venderla a 22 y ganar 7 euros. Dado que el precio que pagó por la *call* fue 2 euros, el beneficio de la operación es 5 (7

de la compra y venta de la acción de Telefónica menos 2 euros que le costó la opción *call*).

Si pasado un año la cotización de Telefónica es 14 euros por acción el titular de la *call* no la ejercerá (recordemos que tiene el derecho de hacerlo, pero no la obligación), con lo que sufrirá una pérdida de 2 euros, el precio que pagó por la *call*.³

¿Qué probabilidad hay de que la acción de Telefónica suba o baje su cotización? Eso depende de la volatilidad del valor. La volatilidad es una medida del riesgo que se asume invirtiendo en esa acción, pues indica las variaciones de precio que sufre a lo largo del tiempo.

¿Cuánto vale una *call* o una *put* con unos plazos y precios de ejercicio determinados? Es decir, ¿cómo sabemos en el ejemplo anterior que el precio de la *call* era 2 euros? Existen dos métodos para ello, el binomial y el *Black-Scholes*. Por ahora no entraremos en ellos.

Cuando el precio del activo subyacente es tal que el ejercicio de la opción permite a su titular obtener un beneficio, se dice que la opción está *in-the-money*. En nuestro ejemplo, cuando la acción de telefónica esté por encima de los 17 euros, pues a ese precio se puede ejercer la opción y ganar dinero considerando que la opción costó 2 euros. Si el precio del subyacente no permite obtener beneficio y, por consiguiente, la opción no sería ejercitada se dice que está *out-of-the-money*.

Fijémonos que cuando el Venture Capital invierte en una empresa paga un precio (valor de participación más prima de emisión) muy superior al que los emprendedores pusieron en su día. El inversor espera que la *startup* aumente su valor, de manera que cuando él venda su porcentaje pueda obtener un beneficio.

Al igual que ocurre con el comprador de la opción de Telefónica, el Venture Capital hace una apuesta y espera que la volatilidad del valor de la *startup* juegue en su favor y le permita salir de la operación con una plusvalía. En definitiva, una operación de

3 Una *put* es lo contrario que una *call*, un derecho a vender un activo a un precio dado. El titular de la *put* a un año espera que el precio del activo dentro de un año sea menor que el precio de ejercicio de la *put*, de manera que ejercitándola obtenga un beneficio.

capital riesgo realizada por un inversor en *startups* tiene ciertos aspectos comunes con las opciones financieras. En realidad se trata de una opción muy *out-of-the-money*, en el que el precio de ejercicio tendría que ser el valor de la empresa tal que permita obtener la rentabilidad objetivo del Venture Capital.

Desde este punto de vista de las opciones, la elevada volatilidad (riesgo) favorece al inversor, pues hace más probable que el valor de la *startup* se acerque a ese objetivo en el que la opción pasa a estar *in-the-money*. Dado que el valor de la empresa está relacionado con sus flujos de caja tendríamos que estimar la volatilidad de los flujos de caja, y así obtendríamos una relación directa entre ambas variables. Por esa razón, los Venture Capital sopesan el perfil de riesgo/rendimiento que tiene una operación para compararla con otras *startups* y decidirse por una.

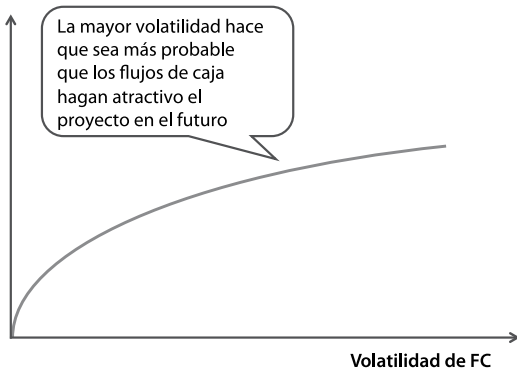
¿Cómo afecta el riesgo al precio de la opción?

Cuanto más *out-of-the-money* esté una opción, más tendrá que crecer el valor del subyacente para que supere el precio de ejercicio

- Para que la opción pase a estar *in-the-money* es necesario que los flujos de caja aumenten considerablemente (por eso se piden planes de negocio ambiciosos)

- Si empezamos teniendo unos flujos de caja próximos a cero, para que aumenten considerablemente su volatilidad debe ser altísima

Valor de la opción



Supongamos ahora que el Venture Capital está analizando una oportunidad de inversión en la que los flujos de caja se producirán pasados varios años y serán potencialmente elevados, pero muy

inciertos. El método de FCD y del árbol de probabilidad muy probablemente arrojarán un valor muy reducido o incluso negativo del negocio. Sin embargo, aplicando la metodología de las opciones podemos obtener un valor aproximado del proyecto.

Lo que estamos haciendo es substituir el activo subyacente financiero tradicional por una *startup*. Así, la opción ya no es financiera, sino real. El método de valoración se denomina pues «opciones reales». Veamos un ejemplo.

Caso: Opciones reales

La empresa Molécula es una *spin-off* de la universidad que ha desarrollado una molécula contra la artrosis. El proyecto está aún en una fase muy inicial de desarrollo (preclínica), existiendo una altísima incertidumbre sobre su éxito, que podemos calificar como la obtención de la aprobación final del medicamento por la autoridad sanitaria y su puesta en venta.

Se estima que el valor actual de los flujos de caja que puede generar este medicamento serían unos 10 millones de euros, con una desviación típica del 25%. Desarrollar el proyecto costaría hoy unos 12 millones de euros.

La patente tiene una duración de 20 años y la tasa de interés sin riesgo es 5,6%.

Comentario

Si nos fijamos bien, el valor actual de los flujos de caja del negocio sería -2 millones de euros, resultado de restar a los flujos de caja esperados (10 millones) los costes del proyecto (12 millones). En ningún caso debería ponerse en marcha la empresa.

Sin embargo, si introducimos los datos del caso en la calculadora de Black-Scholes obtenemos un valor del negocio de +1,5 millones de euros. ¿Cómo es posible?

Hay dos factores que explican el mayor valor de la opción real. En primer lugar, la larga duración del proyecto y su alta volati-

lidad aumentan la probabilidad de que el curso de los acontecimientos sea favorable a los intereses de la empresa, y por consiguiente, que la opción pase a estar *in-the-money*.

Pero también hay un segundo factor aún más importante: la flexibilidad. En un proyecto como el descrito en el caso anterior existe la posibilidad de que el equipo promotor, si llega un momento en que el éxito del negocio es casi imposible (por ejemplo una prueba demuestra que la molécula no es segura para los humanos), aborte el proyecto ahorrando ulteriores costes no incurridos hasta esa fecha. Eso significa que si usásemos el método del árbol de probabilidad aquellas ramas con valores negativos se convertirían en «cero», puesto que antes de llegar a ellos el equipo habría podido detener el proyecto. A esa facultad de anticipar los escenarios negativos y evitar más gastos la denominamos «flexibilidad», y la flexibilidad tiene un valor económico muy significativo.

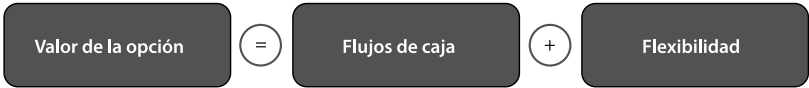
Valor de la opción real

1

La altísima volatilidad juega a nuestro favor, aumentando la probabilidad de que la opción termine siendo *in-the-money*

2

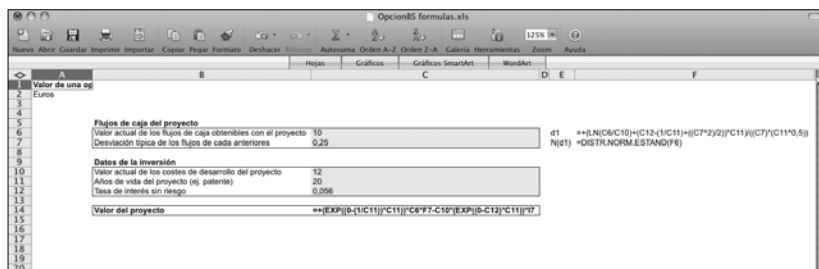
La opción real incorpora la posibilidad que tiene la empresa de detener el proyecto si a lo largo de su vida se comprueba que no va a tener éxito



Cuanto más importante sea la flexibilidad más vale la opción

¿Cuánto vale la flexibilidad del proyecto en el caso de la empresa Molécula? Si el valor de los flujos de caja es -2 millones, y la

Con los datos anteriores la calculadora de *Black-Scholes* ofrece el valor de la opción que tendría ese proyecto.⁴



Comparables

El método de los comparables (también denominado «múltiplos») se basa en una idea muy simple. Si tengo que valorar un negocio X y puedo encontrar un negocio similar Y cuyo valor se conozca, entonces es posible aplicar tal valoración a X.

Dicho con otras palabras: para valorar una *startup* habría que encontrar otra empresa parecida cuyo valor sea conocido y aplicando determinados ajustes que iguallen ambas empresas aplicar dicho valor a la *startup*.

Para poder aplicar el valor de una empresa en la valoración de otra es preciso determinar un ratio de valor que, aplicándolo, permita calcular el valor de la *startup*. Ese ratio nos proporcionará

4 No entraremos en los detalle técnicos del modelo de Black-Scholes pues superan los objetivos de este libro. Digamos simplemente que se trata de un modelo matemático de ecuaciones diferenciales en el que se valora una opción europea (esto es, solo se puede ejercitar en el momento en que expira) de compra o venta del subyacente replicando carteras tomando prestadas y prestando cantidades a un tipo de interés sin riesgo.

Existe un segundo método de valoración de opciones reales, el binomial, que resulta algo más sencillo de aplicar y entender. Tampoco nos detendremos en este libro en el método binomial. En las páginas 83 y siguientes del libro *Valuation in Life Sciences: A Practical Guide*, citado en la bibliografía, el lector puede encontrar un ejemplo paso a paso de la aplicación del método binomial a un caso farmacéutico.

un múltiplo para aplicar al dato de nuestra empresa, y por eso este método de valoración también es denominado de «múltiplos». Por ejemplo, supongamos que el valor de la empresa cotizada es 100, y sus ventas en los últimos doce meses han sido 10. Podemos concluir que esa empresa se valora a 10 veces ventas. Si nuestra *startup* ha tenido unas ventas en los últimos doce meses de 0,5, el método de los múltiplos nos indicaría que esa *startup* vale 5 (obtenido: $0,5 \times 10$).

Hay dos formas de establecer una valoración por comparables.

Cotización del sector

Siempre es posible establecer el valor de una empresa que cotiza en bolsa, y es tan sencillo como multiplicar su cotización por el número de acciones.

Así, si una *startup* opera en el sector de la electrónica de la iluminación podría hacerse una búsqueda de empresas cotizadas que participen en ese sector y calcular el valor de cada una de ellas. Esto es lo que hemos hecho en el siguiente gráfico:

Cotización del sector: electrónica de iluminación

Millones de dólares. Últimos 12 meses desde febrero de 2008

Compañía	País	Descripción	Capitalización	EBIT	Ventas	Margen EBIT	Capitaliz. / EBIT
• The Genlyte Group	• EE. UU.	• Fabricante líder de dispositivos de iluminación, tanto para interiores como exteriores	• 2.700	• 240	• 1.485	• 16,2%	• x 11,2
• Cree	• EE. UU.	• Fabricación y distribución de materiales semiconductores y diodos LED de distintos tipos	• 2.718	• 101,3	• 394,2	• 25,7%	• x 26,8
• FWThorpe	• Reino Unido	• Diseño, fabricación y distribución de componentes para iluminación, en particular señales luminosas	• 63,53	• 8,87	• 44,2	• 20,1%	• x 7,2
• Densitron	• Reino Unido	• Diseño, fabricación y distribución de displays y demás componentes electrónicos	• 5,57	• 0,24	• 20,3	• 1,2%	• x 22,9

Media

15,8%

x 17,0

Nota: excluye empresas asiáticas.

Fuente: Bloomberg, páginas web de las empresas.

En este caso tenemos cuatro sociedades de las que disponemos su capitalización bursátil (esto es, cuánto vale su capital, el producto de la cotización por el número de acciones), su resultado antes de intereses e impuestos (EBIT) y sus ventas. Hemos calculado el margen de beneficio de cada una de ellas y un ratio que nos permite valorar el sector: capitalización sobre EBIT. En otras palabras, cuántos euros vale la empresa por cada euro que consigue en EBIT. En este caso obtenemos un múltiplo medio de x17.

Así, si nuestra empresa tiene un EBIT de 100.000 euros podemos concluir que si cotizase en bolsa su valor estaría en torno a 1.700.000 euros.

Tratándose de una *startup* habría que hacer un ajuste por iliquidez y tamaño. Recordemos que ese múltiplo de x17 aplica a empresas cotizadas, de cierto tamaño y líquidas. Para poder aplicar ese ratio a nuestra *startup* se tendría que aplicar un factor de ajuste que corrija ese desequilibrio. El factor de ajuste, un 30% por ejemplo, es arbitrario y por ello el método de la cotización del sector ofrece datos de partida sólidos pero de llegada ciertamente caprichosos.

Operaciones comparables de compraventa

La única manera de disponer del valor de una empresa que no cotiza en bolsa es conocer el precio que alguien ha pagado por ella. Bien sea en una adquisición completa por el cien por cien de su capital o de solo una parte.

Por eso, si nuestra *startup* opera en el sector de los aparatos médicos podríamos hacer una búsqueda en bases de datos especializadas de operaciones de compraventa de empresas (denominadas en inglés M&A, *mergers and acquisitions*) y obtener el precio que se pagó por el capital de tales compañías por parte del adquirente.

Nuevamente, calcularíamos un ratio de valor entre una métrica (ventas o beneficio) y aplicaríamos ese ratio al dato de nuestra *startup* para determinar su valoración.

Veamos un ejemplo. Supongamos que hemos obtenido estas ocho operaciones de M&A en el sector de equipamiento médico.

Ejemplo de múltiplos en equipos médicos

Millones de euros. Múltiplos

Target	País	Comprador	Porcentaje adquirido	Equity value	Múltiplos		
					Ingresos	EBITDA	EBIT
• Utah Medical	• EE. UU.	• Holding	• 15%	• 12,94 M €	• 3,16	• 7,23	• 9,18
• Utah Medical	• EE. UU.	• Holding	• 12%	• 7,84 M €	• 3,13	• 8,23	• 8,95
• Disetronic	• Suiza	• Roche	• 100%	• 1,060 M €	• 4,57	• 23,5	• 33,0
• Hei	• EE. UU.	• N/D	• 6,1%	• 0,2 M €	• 0,1	• 17,8	• N/D
• Biosensors International	• Singapur	• N/D	• 21,31%	• 62 M €	• 5,16	• 12,1	• 12,4
• Natus Medical	• EE. UU.	• N/D	• 12,45%	• 23,9M €	• 5,74	• 33,3	• 45,5
• Natus Medical	• EE. UU.	• N/D	• 3,92%	• 10,3 M €	• 3,49	• 19,8	• 25,9
• Natus Medical	• EE. UU.	• N/D	• 16,81%	• 57,2 M €	• 4,51	• 25,6	• 33,5

Media x 3,7 x 18,4 x 24,0

Fuente: Zephyr.

Algunas empresas se repiten porque se compraron paquetes de acciones en momentos distintos y pagando precios diferentes. Hemos tenido cuidado de averiguar el porcentaje de capital adquirido en cada operación, pues la columna «Equity value» indica el montante pactado por el capital en cada una.⁵

Conociendo los ingresos, el EBITDA y el EBIT de cada empresa adquirida podemos calcular el múltiplo de fondos propios mediante esta fórmula:

⁵ Cuando se busquen operaciones de M&A hay que tener en cuenta que en ocasiones se informa del *enterprise value* en lugar del *equity value*. El *equity value* indica el precio pagado por las acciones, que es lo que nosotros queremos valorar en nuestra *startup*. Es el dato que nos hace falta. El *enterprise value* equivale al valor del negocio y así incluye el valor de la deuda que tenía contraída la empresa adquirida, y como tal deuda pasa a formar parte del paquete de obligaciones del adquirente en ocasiones se incorpora al valor de la transacción. De manera que el *enterprise value* es igual al *equity value* más la deuda y menos la caja y demás instrumentos líquidos en poder de la adquirida. En el ejemplo del texto tenemos el *equity value*.

$$\text{Múltiplo} = \text{Equity value} / (\text{Métrica} \times \text{Porcentaje adquirido})$$

Siendo «métrica» el importe de las ventas, el EBITDA o el EBIT.⁶ Es preciso multiplicar la métrica por el porcentaje adquirido pues, recordemos, el *equity value* se pagó por la cuota efectivamente comprada del capital.

Calculando la media de los múltiplos tendríamos un valor aproximado al número de veces de ventas, EBITDA y EBIT que el mercado parece querer pagar por las empresas de ese sector. Aplicando ese múltiplo al dato de nuestra *startup* obtenemos su valor.

Ejemplo

En el caso de equipamiento médico anterior supongamos que nuestra *startup* factura 1 millón de euros y tiene un EBITDA de 250.000 euros.

En ese caso, según el múltiplo de ventas valdría 3,7 millones de euros (obtenido: $1 \times 3,7$) y según el múltiplo de EBITDA valdría 4,6 millones.

¿Por qué hay esta diferencia? El múltiplo de EBITDA nos ofrece un valor superior al de ventas porque nuestra empresa tiene un margen de beneficio mejor que el del mercado. En efecto, en nuestra *startup* el margen de EBITDA es el 25% (obtenido: $250.000 / 1.000.000$) mientras que el margen implícito del mercado es 20,1% (obtenido: $3,7 / 18,4$). Al ser nuestra *startup* más rentable el múltiplo de EBITDA le beneficia.

¿Con el método de las operaciones comparables de compra-venta habría que hacer un ajuste de tamaño y liquidez similar

6 Hay disparidad de criterios sobre la mejor métrica para calcular el múltiplo. Tratándose de una *startup*, personalmente considero que lo más correcto es utilizar las ventas. El lector puede encontrar un tratamiento mucho más exhaustivo de la cuestión en *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*, obra citada en la bibliografía.

al de cotización del sector? Depende de cómo sea la muestra de operaciones. Si se trata de empresas de gran tamaño y/o cotizadas sí que habría que hacerlo, pues el comprador valora estas características al fijar el precio de la transacción.

El método de los comparables, con todos sus defectos y críticas de la teoría financiera, es uno de los más empleados por el Venture Capital. ¿Cuál es la razón de esta preferencia? Muy sencillo. Al contrario que el resto de metodologías no pretende calcular el valor implícito del negocio, partiendo de su plan de empresa y proyecciones financieras. Pretende obtener un valor de mercado, es decir, un posible precio que un tercero estaría dispuesto a pagar por el capital de esa sociedad. La distinción es fundamental, puesto que como imaginará el lector el valor intrínseco teórico no hace ganar dinero al inversor, mientras que el precio real de la venta que consiga en la salida sí que marcará el beneficio o pérdida que la participada reportará al fondo.

Por eso un método de valoración basado en ese precio de salida estará identificado con la ganancia del inversor, y si además le permite saber qué porcentaje de la *startup* necesita disponer para conseguir tal beneficio implícitamente indicará la valoración actual. Ese método existe y se denomina *VC method*.

VC method

Los métodos de valoración tradicionales calculan el valor «intrínseco» del negocio partiendo de las proyecciones financieras que se derivan de su plan de empresa. En otras palabras, el emprendedor se imagina cómo va a ser el futuro de la *startup* y de ese escenario se deduce una valoración.

El *VC method* sigue una lógica totalmente distinta aunque con idéntica finalidad. Ofrece el valor a día de hoy de la *startup*, de manera que el Venture Capital pueda determinar qué porcentaje debe obtener el inversor. Sin embargo, la mecánica cambia. No se busca un valor intrínseco del negocio, sino una rentabilidad potencial, y para ello se tiene en cuenta que cuando ese inversor se quiera ir la empresa se tendrá que vender por un precio y que

tal participación vendida a ese precio deberá proporcionarle un retorno determinado.

Dicho de otra manera: con el *VC method*, desde el punto de vista financiero, las proyecciones año a año del plan de negocio son hasta cierto punto irrelevantes. Lo fundamental es hacerse una idea de cuánto valdrá la empresa cuando el inversor salga. Ese precio de venta multiplicado por el porcentaje del inversor determinará cuánto le corresponderá al Venture Capital en la salida. Considerando que la rentabilidad esperada por el inversor y la cantidad que invierte hoy son datos conocidos, es fácil saber a cuánto debe ascender ese porcentaje. Conociendo pues el porcentaje y la cantidad que se invierte, se determina la valoración implícita del capital de la *startup* a día de hoy.

Si en el fondo lo único que es preciso estimar es el valor de la empresa cuando se produzca la salida, ¿para qué hace el emprendedor su sesudo plan de negocio? El plan de negocio en el *VC method* es esencial, pues constituye la piedra de toque para determinar si el valor de salida estimado es razonable o no. También lo es para poder estimar valoraciones parciales año a año, no solo en el momento de salida que se plantee el inversor.

El *VC method* es el sistema de valoración más empleado por los Venture Capital experimentados, por varias razones:

- Se basa en la rentabilidad del inversor, que es lo que más le preocupa al Venture Capital.
- Pone el foco del valor en el momento en que este se produce: en la salida. La estimación fina del valor se hace para el momento en que el inversor espera salir. El valor en la entrada es implícito.
- Sirve para marcar unos límites a la negociación que el inversor mantendrá con el emprendedor, de manera que el Venture Capital sabe hasta dónde puede llegar en las concesiones.
- Permite trazar distintos escenarios y simulaciones con rentabilidades, valores de salida, futuras ampliaciones de capital...

Parece extraño, pero no lo es. El emprendedor no debe sorprenderse de que el Venture Capital valore el activo en que va a

invertir en función de la rentabilidad que espera obtener. La estimación del precio de salida modula el riesgo que corre y su rentabilidad objetivo determina la valoración implícita de la *startup*.

Explicaremos a continuación paso a paso cómo se aplica el *VC method* y, para ello, antes definiremos cuáles son sus elementos constituyentes.

Elementos clave de la metodología

Al ser un sistema basado en la rentabilidad que debe obtener el inversor, el *VC method* se construye con estos componentes.

Valoración de salida

Se trata del valor esperado de la empresa cuando el fondo tenga pensado deshacer la posición (esto es, vender). Es decir, el inversor se hace la siguiente pregunta: «¿por cuánto podrá venderse esta empresa cuando nosotros nos vayamos?».

Para responder a esta pregunta el Venture Capital considera un escenario de éxito no desproporcionado (por ejemplo, venta a un industrial a precio de mercado). ¿Y cómo calcula ese precio? Normalmente mediante múltiplos. En función del sector de actividad y otras variables que ya se comentaron anteriormente, el Venture Capital determina un rango de múltiplos que aplicado a una métrica (ventas, EBITDA) le permite establecer un precio esperado de venta del capital de la *startup*.

El valor así obtenido pasa distintos filtros. Aquí es donde se analiza con detalle el plan de negocio, para comprobar si esas ventas o ese EBITDA del año de la salida es conseguible. Además se revisa el mercado para ver si hay a priori algún candidato a quien poder vender la empresa cuando llegue el momento. En otras palabras, se realiza un test de viabilidad de la salida prevista.

TIR objetivo y múltiplo de salida

La TIR (tasa interna de rentabilidad) objetivo es una métrica que indica el rendimiento medio anual que una inversión proporciona a su titular.

El modo en que el inversor decide qué rentabilidad debe proporcionar esta operación en concreto es muy variable. No solo en cuanto a la técnica financiera, sino también en cuanto a la coyuntura por la que en ese momento pasa el inversor. Si el fondo va bien quizá pueda reducir algo esa TIR y asegurarse el cierre de la operación. Si hay poca competencia entre inversores (como suele ser habitual en España) y además la *startup* plantea dudas, se añade una prima mayor de riesgo y, por consiguiente, la TIR solicitada es mayor.

El profesor Andrew Metrick, en un libro comentado en la bibliografía, expone un complicado sistema para determinar la TIR objetivo que se fija el Venture Capital empleando el coste de capital del propio inversor y la probabilidad de salida exitosa. Recomendando al lector que lea ese capítulo.

Por mi parte emplearé un sistema menos académico y más práctico, pero cuyo resultado final no se aleja mucho del de Metrick. Para ello definiremos primero «múltiplo de salida» como número de veces que el Venture Capital espera recuperar su inversión inicial en la salida.

El múltiplo de salida es un valor que los Venture Capital manejan con frecuencia. En general, los Venture Capital experimentados calculan sus rentabilidades en términos de múltiplos de salida, más que en TIR objetivo, y así cuando se dice que en la operación «alfa» consiguieron un x10 significa que multiplicaron por 10 su inversión inicial. Es decir, su múltiplo de salida fue 10. Por cada euro que invirtieron en esa participada obtuvieron 10 en la salida.

¿Qué múltiplo de salida es aceptable por un Venture Capital? Depende fundamentalmente del año en que se espera salir, pues lógicamente no es lo mismo conseguir un x5 en dos años que en siete. Lo normal es que el inversor sea pesimista en la estimación de años y tienda a suponer que su salida no se producirá antes del quinto año, por lo que en general, un múltiplo menor que 5 se considera bajo. Si llega a 10 la operación se considera un éxito. Si pasa de 20 se pone un marco en la pared.

Con estos datos tenemos la siguiente tabla, en la que para cada par de años de permanencia y múltiplo de salida se obtiene la TIR objetivo que el inversor pretenderá conseguir en la operación.

		Múltiplo de salida					
		2	3	5	7	9	11
Años de permanencia	2	41%	73%	124%	165%	200%	232%
	3	26%	44%	71%	91%	108%	122%
	4	19%	32%	50%	63%	73%	82%
	5	15%	25%	38%	48%	55%	62%
	6	12%	20%	31%	38%	44%	49%

Vemos que si tomamos una salida entre el quinto y sexto año, con unos múltiplos entre 5 y 7 tenemos que la TIR objetivo se sitúa entre el 31% y el 48%.

Metrick propone esta relación de múltiplos de salida y TIR objetivo, con un coste de capital del inversor del 15%.

Múltiplos de salida y TIR objetivo

Con coste del capital del 15%

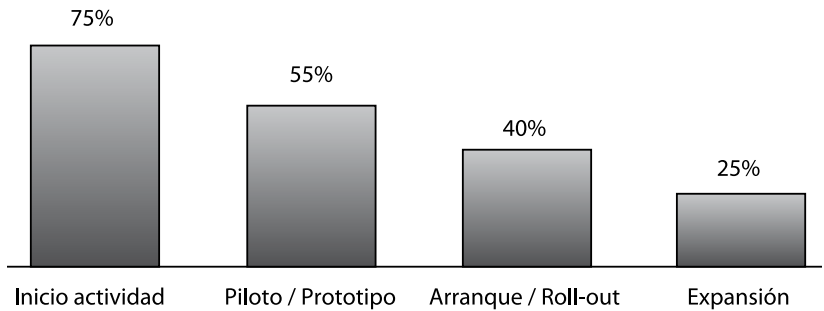
		Probabilidad de salida exitosa (p)				
		10%	20%	30%	40%	50%
Años para salida (T)	2	264%	157%	110%	82%	63%
		13,2	6,6	4,4	3,3	2,6
	3	148%	97%	72%	56%	45%
		15,2	7,6	5,1	3,8	3,0
	4	105%	72%	55%	45%	37%
17,5		8,7	5,8	4,4	3,5	
5	82%	59%	46%	38%	32%	
	20,1	10,1	6,7	5,0	4,0	
6	69%	50%	41%	34%	29%	
	23,1	11,6	7,7	5,8	4,6	

En las filas blancas, en porcentaje, se indica la TIR y en las filas grises el múltiplo de salida. Vemos cómo entre el quinto y

sexto año, con un múltiplo entre 5 y 7, la TIR objetivo está entre el 34% y el 46%, con unas probabilidades de éxito de la operación entre el 30% y el 40% (datos centrales del modelo).

Una TIR objetivo entre el 30%-50% parece alta (si bien el lector no debe pensar que esto significa que cada año la *startup* debe pagar como intereses al inversor tales porcentajes; recordemos que la rentabilidad la obtiene el inversor en la salida vendiendo su porcentaje de la empresa). Pero en el mundo del Venture Capital no lo es tanto. En el caso norteamericano se han observado estas TIR objetivo en función del estadio de desarrollo del proyecto empresarial.

TIR objetivo de un Venture Capital



La TIR perseguida está en función del riesgo percibido en el proyecto

Fuente: PriceWaterhouseCoopers.

Estas cifras están bastante alineadas con las vistas anteriormente en las tasas de descuento aplicadas a los flujos de caja de *startups* (véase el gráfico de la página 166).

El múltiplo de salida objetivo se suele calcular analizando la cartera de inversiones del fondo. En realidad, en el caso de los

Venture Capital profesionales, la rentabilidad de las operaciones es esclava de la rentabilidad prometida a sus propios inversores, los partícipes. Explicaré esta cuestión mediante un modelo económico (MultipVC.xls):

Modelo: Múltiplo de salida

Con este modelo trataremos de mostrar al lector de qué manera determina un Venture Capital el múltiplo de salida exigido a las operaciones en las que invierte. Para ello definiremos unos valores de entrada que el lector puede modificar a su gusto para comprobar el efecto en la rentabilidad final.

- Total de fondos aportados por los partícipes (celda C6): cantidad proporcionada por los partícipes del fondo para ser invertida en las empresas participadas.
- Años de duración del fondo (celda C7): horizonte temporal de funcionamiento del vehículo de inversión.
- Rentabilidad prometida al partícipe (celda C8): múltiplo prometido al partícipe, esto es, euros que deben devolverse al inversor por cada euro aportado al fondo.
- *Management fee anual* (celda C11): comisión de gestión que el equipo gestor carga al fondo como retribución por sus servicios. Esta comisión se calcula como porcentaje anual sobre el total de fondos aportados.
- *Carry* (celda C12): comisión de éxito del equipo gestor, expresada como porcentaje sobre la plusvalía obtenida sobre el total de fondos que invirtió el partícipe.
- Porcentaje de operaciones en las que se pierde todo (celda C15): este porcentaje expresa aquellos fondos invertidos en participadas que han resultado fallidas y en las que se ha perdido toda la inversión.
- Porcentaje de operaciones en las que se recupera la inversión (celda C16): este porcentaje expresa aquellos fondos invertidos en participadas en las que solo se ha podido recuperar la cantidad aportada, siendo el retorno obtenido igual a cero.

	B	C	D	E	F	G
1	Multiplo de salida					
2	Miliones de euros					
3						
4						
5						
6	Total fondos aportados por participes	100	Fondos que deben reintegrarse a los participes		300	
7	Años de duración del fondo	10				
8	Rentabilidad prometida al participes (en número de veces los fondos aportados)	3				
9						
10						
11	Management fee anual cobrada al participes	2,0%	Total fondos invertibles		80	
12	Carry	20%	Fondos que deben obtenerse de la inversión		350	
13			Carry pagadero a los gestores		50	
14	Porcentaje de operaciones en que:		Fondos perdidos		20	
15	- Se pierde todo	25%	Fondos recuperados		20	
16	- Se recupera la inversión	25%	Fondos con rentabilidad		40	
17	- Se obtiene rentabilidad	50%				
18						
19	Multiplo exigido a las inversiones con rentabilidad	8,3				
20						
21						
22						
23						
24						
25						
26						

Con los datos de partida anteriores el modelo ofrece los siguientes resultados:

Porcentaje de operaciones en las que se obtiene rentabilidad (celda C17): es igual al porcentaje restante de operaciones en las que ni se pierde ni se recupera lo puesto. En otras palabras, los fondos invertidos en participadas en las que sí se ha conseguido ganar dinero. Se calcula restando al 100% los porcentajes de las celdas C15 y C16.

Fondos que deben reintegrarse a los partícipes (celda F6): cantidad de dinero mínima que debe devolverse a los partícipes una vez que se liquide el fondo. Se calcula multiplicando los fondos aportados (celda C6) por la rentabilidad prometida (celda C8).

Total de fondos invertibles (celda F11): considerando que debe pagarse una comisión de gestión anual durante la vida del fondo, no todo el capital aportado en la celda C6 podrá ser invertido por el fondo. Para calcular los fondos invertibles debe deducirse a este capital la comisión de gestión total pagadera al gestor, que se obtiene multiplicando la *management fee anual* (celda C11) por los años de vida del fondo (celda C7) por los fondos aportados (celda C6).

Fondos que deben obtenerse de la inversión (celda F12): es el capital que debe crear el fondo con la inversión del capital invertible, teniendo en cuenta que sobre la plusvalía obtenida el equipo gestor se lleva un porcentaje.

Carry pagadero a los gestores (celda F13): es la comisión de éxito que debe pagarse al equipo gestor, y se calcula como el porcentaje *carry* (celda C12) multiplicada por la diferencia entre los fondos que deben obtenerse (celda F12) y los aportados (celda C6).

Fondos perdidos (celda F15): fondos invertidos en operaciones en las que se pierde todo.

Fondos recuperados (celda F16): fondos invertidos en participadas en las que se recupera lo puesto.

Fondos con rentabilidad (celda F17): fondos invertidos en empresas cuya venta permite al Venture Capital obtener un retorno de la inversión.

Múltiplo exigido a las operaciones con rentabilidad: euros que deben obtenerse de las operaciones de las que se obtiene rentabilidad por cada euro invertido en ellas. Para calcularlo simplemente se divide la diferencia entre los fondos que deben obtenerse (celda F12) y los fondos recuperados (celda F16) entre los fondos de los que se obtiene rentabilidad (celda F17). La razón por la que se restan los fondos recuperados a los que deben obtenerse es porque estos ya se han conseguido con otras operaciones, y por lo tanto las operaciones con rentabilidad deben conseguir una cifra menor.

	B	C	D	E	F	G
1	Múltiplo de salida					
2	Miliones de euros					
3						
4						
5						
6	Total fondos aportados por participes	100		Fondos que deben reintegrarse a los participes	==C6*C8	
7	Años de duración del fondo	10				
8	Rentabilidad prometida al participce	3				
9	(en número de veces los fondos aportados)					
10						
11	Management fee anual cobrada al participce	0,02		Total fondos invertibles	==C6-(C6*C7*C11)	
12	Carry	0,2		Fondos que deben obtenerse de la inversión	==F6-(C12*C8)/(1-C12)	
13				Carry pagadero a los gestores	==F12-C6/C12	
14	Porcentaje de operaciones en que:					
15	- Se pierde todo	0,25		Fondos perdidos	==C15*F11	
16	- Se recupera la inversión	0,25		Fondos recuperados	==C16*F11	
17	- Se obtiene rentabilidad	=100%-C15-C16		Fondos con rentabilidad	==C17*F11	
18						
19						
20						
21						
22						
23						
24						
25						
26						
27						
28						
29						
30						
31						
32						
33						
34						
35						
36						
37						
38						
39						
40						
41						
42						
43						
44						
45						
46						
47						
48						
49						
50						
51						
52						
53						
54						
55						
56						
57						
58						
59						
60						
61						
62						
63						
64						
65						
66						
67						
68						
69						
70						
71						
72						
73						
74						
75						
76						
77						
78						
79						
80						
81						
82						
83						
84						
85						
86						
87						
88						
89						
90						
91						
92						
93						
94						
95						
96						
97						
98						
99						
100						

Comentario

Puede comprobarse cómo el múltiplo exigido a las operaciones con rentabilidad no depende de los fondos aportados, sino de la rentabilidad prometida al partícipe, los costes cargados al fondo y la distribución de probabilidad de las operaciones en las que se pierde, gana o recupera la inversión.

En este modelo los años de permanencia en cartera de las participadas no tienen influencia en el resultado final, puesto que el resultado del modelo es un múltiplo y no una TIR (si bien esta está implícita cuando asumimos una permanencia media de las inversiones en cartera). Lógicamente, si cada euro invertido en operaciones con rentabilidad debe retornar 8,3 euros en la salida, por ejemplo, la situación se complica si dicha operación se materializa en el séptimo año de vida del fondo, pues el Venture Capital tiene solo tres años para conseguir el múltiplo anterior y la TIR que implica es extraordinariamente alta (102,1% en ese caso).

Retención esperada

Cuando un inversor entra en una *startup* debe haber analizado cuidadosamente hasta qué punto de desarrollo va a llevar a la empresa su aportación. Salvo que esa inversión lleve al negocio a generar la caja suficiente para autofinanciarse, lo normal es que sea necesario acudir a ulteriores rondas de financiación, lo que ocasionará que los inversores precedentes pierdan peso en el capital de la participada (esto es, se diluyan).

Así, en su entrada el inversor puede pactar con el emprendedor quedarse con el 30% de la empresa. Pero si posteriormente entra otro inversor, ese 30% se verá reducido. Y así, al salir, el porcentaje del precio que obtendrá ese primer Venture Capital no será el 30%, sino el porcentaje final que haya podido mantener después de la entrada de los nuevos socios.

La retención esperada es el porcentaje de cuota del capital de la *startup* que el Venture Capital espera conservar en el momento en que se produzca su salida.

Caso: Retención esperada

VC1 invierte en ALFA y obtiene el 30% de la sociedad.

Posteriormente se realiza una segunda ronda. El emprendedor y VC1 pactan conceder al nuevo inversor el 30% de la empresa por una aportación de 1.200.000 euros.

VC2 manifiesta su voluntad de invertir, pero aportando un millón de euros. VC1 declara entonces que pondrá el resto del dinero en las mismas condiciones.

Comentario

VC1 se diluye en segunda ronda, pero menos de lo pensado en un primer momento puesto que aporta 200.000 euros.

Así, VC2 se queda con el 25% del capital (obtenido: $30\% \times [1.000.000/1.200.000]$). Por su parte VC1 se diluye el 30% de su aportación inicial (21%) y suma otro 5% de la segunda ronda (obtenido: $30\% \times [200.000/1.200.000]$). En consecuencia VC1 tendrá $21\%+5\% = 26\%$.

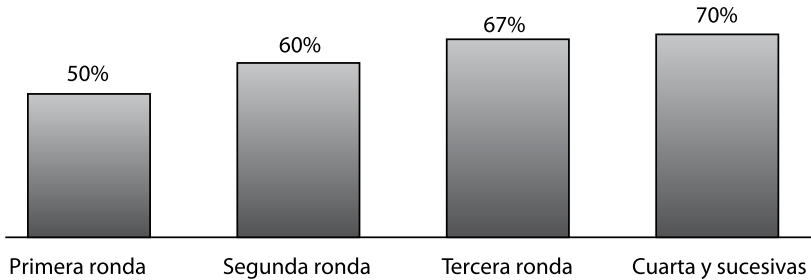
La retención de VC1 termina siendo el 87%, que es el resultado de dividir la participación final en la empresa (26%) entre la inicial en la entrada (30%).

¿Qué retención esperada usa el inversor en sus cálculos? Depende de la evolución esperada de la *startup* y, sobre todo, de la ronda en la que entra. Pues lo lógico es que la retención sea menor en el caso en que la entrada se produzca en una ronda anterior.

En la retención esperada es preciso incluir las opciones sobre acciones que se hayan pactado para directivos o el emprendedor, pues dado que se plantea un escenario de éxito en la salida es lógico suponer que tales acciones se habrán emitido a sus beneficiarios.

En la base de datos Sand Hill Econometrics se observaron estas retenciones esperadas en cada una de las rondas de financiación (citado por Metrick).

Retención esperada observada en ofertas públicas de venta (OPVs) de EE. UU.



En la práctica los fondos ajustan estas cifras según el sector, la fase de desarrollo de la empresa y la coyuntura económica

Fuente: Sand Hill Econometrics database.

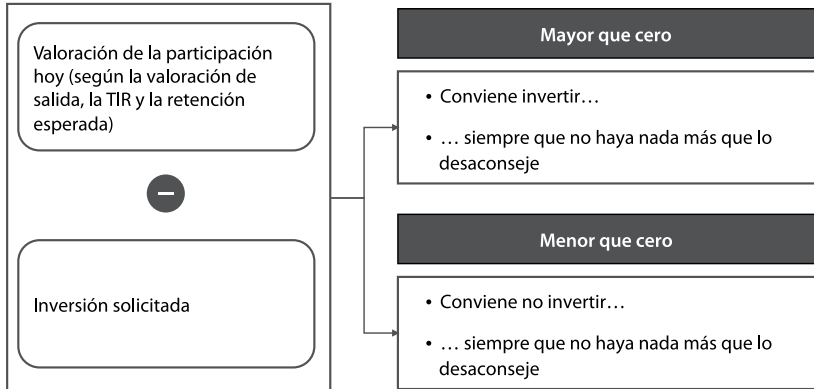
Recomendación final

Con el valor esperado en la salida, la TIR objetivo, el múltiplo de salida y la retención esperada puede calcularse, en el modo que expondremos a continuación, el valor actual del porcentaje de capital que el emprendedor ofrece al Venture Capital. Por consiguiente, si tal valor supera la inversión necesaria, la recomendación será «invertir», y será «no invertir» en caso contrario (obviamente, la recomendación matemática del modelo debe ponerse en relación con otras muchas consideraciones cualitativas).

Otra forma de aplicar el *VC method* consiste en determinar el porcentaje mínimo de capital que habrá que pedir al emprendedor en la negociación, de manera que a este proceso negociador el modelo proporciona al inversor una herramienta de cálculo de su ganancia esperada en cada oferta y contraoferta que se crucen las partes. Pertrechado con tales herramientas el Venture Capital acudirá a la negociación con el emprendedor, y una mayor información otorga ventaja sobre la parte que carece de ella.

Recomendación del *VC method*

El equipo promotor ofrece hoy al fondo un porcentaje de la empresa a cambio de su capital. Si la ganancia esperada de ese porcentaje supera la inversión necesaria, la recomendación será invertir



Descripción del método

Expondremos la aplicación del método en ocho pasos, tal y como lo aplica el Venture Capital.

1. ¿Qué inversión solicita el emprendedor?

Es la primera cuestión que es preciso conocer, y por eso insistimos al principio de esta obra que aquellos planes de empresa que no proporcionan este dato de modo correcto carecen de la información básica para su evaluación.

2. ¿Cuánto valdrá la empresa cuando yo salga?

El inversor estima aquí el precio que previsiblemente podrá obtener por el capital de la empresa en el momento de la salida.

3. ¿Qué múltiplo de salida y TIR objetivo debe tener esta inversión para nosotros?

En función de los años de permanencia esperados y otras cuestiones internas, el Venture Capital define su rentabilidad objetivo para la operación, generalmente en términos de múltiplo de salida.

4. ¿Qué retención espera conseguir el inversor en la salida?

Expresada como porcentaje de la cuota inicial que espera conservar en la salida, el inversor estima la retención esperada en función de las posteriores rondas de financiación y emisión de acciones como premio a directivos y/o emprendedores.

5. ¿Cuánto vale la empresa hoy?

Se descuenta el valor en la salida empleando la rentabilidad y retención esperada. Para ello:

$$\text{Valor actual} = (\text{Valor en la salida} \times \text{Retención esperada}) / \text{Múltiplo de salida}$$

6. ¿Qué porcentaje me ofrece el empresario?

Aquí se indica el porcentaje implícito en la valoración defendida por el emprendedor. Por ejemplo, si dice que su *startup* vale 2 millones de euros (postmoney) y necesita 200.000 euros, entonces el porcentaje ofrecido es el 10%.

7. ¿Cuánto vale mi participación hoy?

Se multiplica el valor actual de la empresa calculado por el Venture Capital por el porcentaje que ofrece el empresario al inversor. Así se obtiene el valor actual de la cuota de la *startup* que obtendría el Venture Capital si aceptase la oferta del inversor.

8. ¿Qué debería hacer?

Si la inversión solicitada es mayor que el valor actual de la cuota ofrecida, la operación es deficitaria. En caso contrario el Venture Capital está pagando un precio inferior al valor del activo, por lo que convendría emprender la operación.

Caso: *VC Method*

Dos estudiantes reciben de una asociación de empresas de energía solar la propuesta de trabajar en el desarrollo de una placa con unas características especiales. Consiguen fabricar un prototipo y, dado que funciona correctamente, se deciden a crear una *startup* que comercialice el producto y además explore nuevas aplicaciones de la tecnología en otros ámbitos.

Los emprendedores elaboran un plan de negocio del que se desprende una necesidad financiera que asciende a 350.000 euros. Un asesor les indica que una valoración adecuada para su negocio es 1,3 millones de euros.

Presentan el plan de empresa a VC1. El inversor analiza la oportunidad y comprueba que en el quinto año los emprendedores plantean facturar 3 millones de euros. Un estudio de múltiplos del sector muestra que las compañías que en él operan suelen valorarse a 2,3 veces ventas. A cinco años y para este tipo de operación, la política del fondo es perseguir un múltiplo de salida de $\times 7$.

VC1 prevé que haga falta una nueva ampliación de capital para la que posiblemente sea necesario diluirse un 25%.

Aplicando el *VC method* paso a paso se obtendría:

¿Qué inversión solicita el emprendedor?	350.000 euros
¿Cuánto valdrá la empresa cuando yo salga?	Si el sector cotiza a $\times 2,3$, con unas ventas de 3 millones de euros dentro de cinco años, la empresa en la salida valdrá aproximadamente 7 millones de euros
¿Qué múltiplo de salida y TIR objetivo debe tener esta inversión para nosotros?	El múltiplo de salida para una inversión a cinco años se fija en $\times 7$, lo cual equivale a una TIR objetivo del 48%

¿Qué retención espera conseguir el inversor en la salida?	Con la nueva ampliación de capital, VC1 espera conservar el 75% de su inversión inicial
¿Cuánto vale la empresa hoy?	Valor = $(7 \times 0,75) / 7 = 750.000$ euros
¿Qué porcentaje me ofrece el empresario?	Porcentaje ofrecido = $350.000 / 1.300.000 = 26,9\%$
¿Cuánto vale mi participación hoy?	750.000 euros $\times 26,9\% = 201.923$ euros
¿Qué debería hacer?	Como el valor de la participación ofrecida (201.923 euros) es inferior a la inversión solicitada (350.000 euros), VC1 rechazará la operación

Comentario

Estudemos la operación desde el punto de vista del fondo.

Si invierte 350.000 euros con el objetivo de multiplicar por 7 su inversión, dentro de cinco años debería recuperar $2.450.000$ euros. Si en cinco años se espera que la empresa valga 7 millones de euros, VC1 debería tener un 35% del capital.

Sin embargo, sabemos que VC1 espera que haya una segunda ronda, y que tendrá que diluirse un 25%. Por esa razón, en lugar del 35% debería tener hoy un 46,7% (así, cuando se produzca la segunda ronda, al diluirse tendría: $46,7\% \times (1 - 0,25) = 35\%$).

Con los datos de partida presentados, VC1 difícilmente aceptaría un porcentaje inferior al 46,7% del capital, y llevará tal petición a la mesa de negociación con el emprendedor.

Para que el inversor acepte hoy el 26,9% la empresa tendría que valorarse mucho más, lo cual será difícil de argumentar por los emprendedores, pues resulta extraño que planteen ellos mismos una valoración de 1,3 millones y al poco tiempo suban esa cifra cuando los números no le salgan al inversor.

Discutir la necesidad de la segunda ronda es posible, aunque nuevamente complicado. Si el inversor es astuto podría dejar que el emprendedor la cuestione, pero entonces reclamará una protección especial

para el caso que sea necesaria. Los inversores no suelen equivocarse cuando opinan que hará falta más dinero, y lo normal es que el promotor salga perdiendo en este asalto.

Cuestionar el valor de la empresa en la salida es viable, pues el múltiplo de salida es un valor ciertamente arbitrario. Tan arbitrario como la cifra de ventas del quinto año, replicaría el inversor.

Pero hay muchas más opciones que pueden explorarse. La más lógica es pedir menos dinero. Esto es algo que cuesta aceptar a los emprendedores, pero que tiene un efecto financiero sumamente beneficioso. ¿Hacen falta en realidad 350.000 euros? ¿No puede modificarse algo el plan de negocio para que, sin poner en riesgo su éxito, se retrasen o anulen determinadas iniciativas que lo abaraten? Pedir menos dinero es una forma muy saludable de acercar posturas, siempre y cuando esa reducción tenga justificación estratégica.

Sabiendo también que el dinero del Venture Capital es el más caro, podría mantenerse la cifra de 350.000 euros si fuese posible acudir a otras fuentes alternativas de financiación complementarias con el capital riesgo. De esa forma, VC1 aporta menos capital y el porcentaje que este inversor solicitaría lógicamente sería más bajo.

Otra posibilidad es animar la salida antes del quinto año, de manera que el inversor reconsidere su múltiplo de salida. Esta alternativa solo sería válida si la valoración del negocio antes del quinto año es lo suficientemente atractiva para que no la merme tal reducción del múltiplo.

El emprendedor más sofisticado podría aventurarse a proponer a VC1 que acceda a reducir su porcentaje empleando otras herramientas financieras como las que se analizarán en el capítulo del acuerdo de inversión. Esto es arriesgado y debe hacerse solo si se conocen bien sus efectos.

La forma en que el Venture Capital se plantea la operación puede modelarse financieramente de manera sencilla. Aportamos la hoja de cálculo TirInv.xls para que el lector compruebe el impacto de sus propuestas en la rentabilidad del Venture Capital.

Modelo: TIR objetivo inducida al inversor

Este modelo permite al lector calcular la TIR que obtendrá el inversor que participa en una determinada ronda de inversión en el momento de la salida. Para ello se definen los siguientes datos de partida:

- Porcentaje otorgado al inversor (celda C4): porcentaje del capital que obtiene el inversor por su aportación de capital en la ronda de financiación. Este valor lo toma la hoja como valor central, de manera que el lector puede verificar el efecto de la TIR con porcentajes menores y mayores al fijado.
- Fondos aportados por el inversor (celda C5): cantidad invertida por el Venture Capital en la ronda.
- EBITDA en el año de salida (celda C7): resultado operativo que consigue la empresa el año en que sale el inversor. Puede introducirse en este dato de partida cualquier otra métrica, como las ventas, beneficio neto, etc.
- Múltiplo de salida (celda C8): se trata del valor que, multiplicado por el EBITDA anterior, nos da la valoración del negocio en la salida. Este múltiplo puede obtenerse observando operaciones comparables.

Resultado del modelo		Valoración Post-Money	Valoración Pre-Money	Múltiplo de salida obtenido	TIR objetivo por año de permanencia					
Porcentaje otorgado al inversor	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10%	2.000.000	1.800.000	1.800.000	1,5	22,5%	14,5%	10,7%	8,4%	7,0%	
15%	1.333.333	1.133.333	1.133.333	2,3	50,0%	31,0%	22,0%	17,6%	14,6%	
17	1.000.000	800.000	800.000	3,0	75,2%	44,2%	31,8%	24,6%	20,1%	
18	800.000	600.000	600.000	3,8	80,8%	50,4%	38,2%	30,3%	24,6%	
19	666.667	466.667	466.667	4,5	112,1%	65,1%	45,8%	35,1%	28,9%	
20	571.429	371.429	371.429	5,3	128,1%	73,8%	51,4%	39,3%	31,8%	
21	40%	500.000	300.000	6,0	144,9%	81,7%	56,5%	43,1%	34,8%	
22	444.444	244.444	244.444	6,8	159,8%	89,0%	61,2%	46,0%	37,5%	
23	50%	400.000	200.000	7,5	173,9%	95,7%	65,5%	49,6%	39,9%	
24	55%	363.636	163.636	8,3	187,2%	102,1%	69,5%	52,5%	42,1%	
25	60%	333.333	133.333	9,0	200,0%	108,0%	73,2%	55,2%	44,2%	

Con los valores de partida anteriores, el modelo nos ofrece los siguientes datos de salida:

Valoración de salida (celda C10): es el precio de venta del capital de la compañía en el momento de salida, y se obtiene multiplicando el EBITDA en el año de salida (celda C7) por el múltiplo (celda C8).

Valoración postmoney (columna C): se obtiene de manera muy simple, dividiendo los fondos aportados por el inversor (celda C5) entre el porcentaje que se le concede en la ronda (columna B).

Valoración premoney (columna D): es igual al valor postmoney (columna C) menos la cantidad invertida (celda C5).

Múltiplo de salida obtenido (columna E): euros conseguidos por el inversor en la salida por cada euro invertido en la entrada. Para calcularlo se multiplica el porcentaje del inversor (columna B) por el precio conseguido en la salida (celda C10) y el producto se divide entre los fondos aportados por el inversor (celda C5). El producto del porcentaje por el precio nos indica qué parte del precio conseguido corresponde al inversor, y al dividirlo por los fondos aportados sabremos en cuántos euros debe convertirse cada euro invertido en la entrada.

TIR objetivo por año de permanencia (celdas G13 a K25).

	A	B	C	D	E	F	G
1	TIR objetivo inducida						
2	Euros. Porcentaje						
3							
4		Porcentaje otorgado al inversor	0,35				
5		Fondos aportados por el inversor (€)	200000				
6							
7		EBITDA en año de salida	100000				
8		Múltiplo de salida (x EBITDA)	3				
9							
10		Valoración de salida	=C7*C8				
11							
12							
13		Resultado del modelo	Valoración Post-Money	Valoración Pre-Money	Múltiplo de salida obtenido		TIR objetivo por año de permanencia
14		=B4					2
15		=SI(B16<1%,0;B16%)	=SI(B15<1%,0;C5*B8B15)	=SI(B15<1%,0;C15*SC55)	=SI(C5*10^B15)/SC55		=SI(E15=0,0;+(SE15*(1/SG14))-1)
16		=SI(B17<1%,0;B17%)	=SI(B16<1%,0;C5*B8B16)	=SI(B16<1%,0;C16*SC55)	=SI(C5*10^B16)/SC55		=SI(E16=0,0;+(SE16*(1/SG14))-1)
17		=SI(B18<1%,0;B18%)	=SI(B17<1%,0;C5*B8B17)	=SI(B17<1%,0;C17*SC55)	=SI(C5*10^B17)/SC55		=SI(E17=0,0;+(SE17*(1/SG14))-1)
18		=SI(B19<1%,0;B19%)	=SI(B18<1%,0;C5*B8B18)	=SI(B18<1%,0;C18*SC55)	=SI(C5*10^B18)/SC55		=SI(E18=0,0;+(SE18*(1/SG14))-1)
19		=SI(B20<1%,0;B20%)	=SI(B19<1%,0;C5*B8B19)	=SI(B19<1%,0;C19*SC55)	=SI(C5*10^B19)/SC55		=SI(E19=0,0;+(SE19*(1/SG14))-1)
20		=C4	=SI(B20<1%,0;C5*B8B20)	=SI(B20<1%,0;C20*SC55)	=SI(C5*10^B20)/SC55		=SI(E20=0,0;+(SE20*(1/SG14))-1)
21		=SI(B20<1%,0;B20+5%)	=SI(B21<1%,0;C5*B8B21)	=SI(B21<1%,0;C21*SC55)	=SI(C5*10^B21)/SC55		=SI(E21=0,0;+(SE21*(1/SG14))-1)
22		=SI(B21<1%,0;B21+5%)	=SI(B22<1%,0;C5*B8B22)	=SI(B22<1%,0;C22*SC55)	=SI(C5*10^B22)/SC55		=SI(E22=0,0;+(SE22*(1/SG14))-1)
23		=SI(B22<1%,0;B22+5%)	=SI(B23<1%,0;C5*B8B23)	=SI(B23<1%,0;C23*SC55)	=SI(C5*10^B23)/SC55		=SI(E23=0,0;+(SE23*(1/SG14))-1)
24		=SI(B23<1%,0;B23+5%)	=SI(B24<1%,0;C5*B8B24)	=SI(B24<1%,0;C24*SC55)	=SI(C5*10^B24)/SC55		=SI(E24=0,0;+(SE24*(1/SG14))-1)
25		=SI(B24<1%,0;B24+5%)	=SI(B25<1%,0;C5*B8B25)	=SI(B25<1%,0;C25*SC55)	=SI(C5*10^B25)/SC55		=SI(E25=0,0;+(SE25*(1/SG14))-1)
26							
27							
28							
29							
30							
31							

Comentario

El lector puede comprobar que conforme aumenta el porcentaje que consigue el Venture Capital el múltiplo de salida que obtiene es supe-

rior. Al emplearse este múltiplo en el cálculo de la valoración que realiza el inversor en el *VC method* podemos concluir que su valoración de la *startup* es implícita.

La mecánica de aplicación del *VC method* queda muy clara exponiendo sus cálculos en un modelo financiero como el que se expone a continuación (VCMeth.xls).

Modelo: *VC Method*

Con este sencillo modelo mostraré el criterio de decisión que obtiene el Venture Capital de la aplicación del *VC method* en el análisis de una oportunidad de inversión. Los datos de entrada, que el lector puede modificar a su gusto, son:

- Financiación necesitada por la empresa (celda C5): capital solicitado al inversor.
- Valor de la empresa en la salida (celda C6): precio al que se considera que puede venderse el capital de la *startup* una vez que se llegue al momento de la salida del inversor. Este valor suele determinarse mediante un análisis de múltiplos con operaciones o empresas comparables.
- Múltiplo buscado por el inversor (celda C7): métrica de rentabilidad objetivo pretendida por el inversor. Se determina como la cantidad de euros que debe conseguir el inversor en el momento de la salida por cada euro invertido hoy en la *startup*.
- Retención esperada por el inversor (celda C8): porcentaje del capital que hoy se le entrega al inversor a cambio de sus fondos que espera mantener en su poder en el momento de la salida. Por ejemplo, si hoy se le da al inversor el 30% y la retención esperada por este es el 80%, entonces en el momento de la salida el inversor espera conservar el 24% del capital (30% x 80%).

- Porcentaje ofrecido al inversor (celda C14): participación en el capital de la *startup* que el emprendedor ofrece al Venture Capital a cambio de su inversión.

	A	B	C	D	E	F	G	H
1	VC Method							
2	Euros							
3								
4								
5	Financiación necesaria por la empresa		400.000					
6	Valor de la empresa en la salida		6.000.000					
7	Múltiplo buscado por el inversor		3,5					
8	Retención esperada en la operación		80%					
9	Valor actual de la empresa (postmoney)		1.371.429					
10	Valor Pre-Money		971.429					
11	Opción 1			Opción 2				
12								
13								
14	Porcentaje ofrecido al VC		30%	Porcentaje mínimo aceptable		29%		
15	Valor participación VC		411.429					
16	Decisión		INVERTIR					
17								
18								

Con estos datos de entrada el modelo ofrece la siguiente información:

- Valor actual de la empresa (postmoney). Celda C9: valoración del negocio a día de hoy que el inversor asigna a la *startup* habida cuenta del valor esperado en la salida, la retención que puede conseguir y su objetivo de rentabilidad en la inversión.
- Valor premoney (celda C10): valor de la empresa antes de la aportación de los fondos del inversor. Puede considerarse como el valor que trae a la mesa el emprendedor y que es reconocido como tal por el inversor.
- Valor participación Venture Capital (celda C15): es el valor económico del porcentaje del capital en la *startup* que el emprendedor ofrece al inversor. Se calcula multiplicando el porcentaje ofrecido (celda C14) por el valor actual de la empresa (celda C9).
- Criterio de decisión (celda C16): esta celda compara el valor de la participación del Venture Capital (celda C15) con los fondos que se solicitan al inversor (celda C5). Si el valor es mayor que los

fondos, entonces el inversor aceptará hacer la operación, puesto que lo que está comprando (capital de la *startup*) vale más que el precio que le piden. Actuará de modo opuesto si los fondos solicitados superan al valor de su capital.

- Porcentaje mínimo aceptable (celda F14): porcentaje del capital que, como mínimo, aceptará el inversor para cerrar la operación. Se calcula dividiendo los fondos solicitados entre el valor postmoney asignado al capital.

	A	B	C	D	E	F
1	VC Method					
2	Euros					
3						
4						
5	Financiación necesaria por la empresa		400000			
6	Valor de la empresa en la salida		6000000			
7	Múltiplo buscado por el inversor		3.5			
8	Retención esperada en la operación		0.8			
9	Valor actual de la empresa (postmoney)		$=C6^*C8/C7$			
10	Valor Pre-Money		$=C9-C5$			
11						
12	Opción 1					Opción 2
13						
14	Porcentaje ofrecido al VC		0.3			Porcentaje mínimo aceptable
15	Valor participación VC		$=C14^*C9$			$=C5/C9$
16	Decisión		$=SI(C15>C5;"INVERTIR";"NO INVERTIR")$			
17						
18						
19						
20						
21						
22						
23						
24						
25						
26						
27						
28						
29						
30						
31						
32						
33						
34						

Comentario

El modelo ofrece dos alternativas de empleo del *VC method*. La primera de ellas calcula el valor económico del porcentaje de la *startup* ofrecido al inversor y lo compara con su precio (los fondos solicitados a cambio). La segunda proporciona el porcentaje mínimo de la *startup* que, con los datos de partida introducidos, el inversor solicitará para que la operación pueda llevarse a cabo.

En ambos casos puede apreciarse cómo, según este método de valoración, el valor actual de la empresa depende de las expectativas del inversor acerca del precio que podrá obtenerse por la *startup* en el momento de salir y de su propio objetivo de rentabilidad.

El *VC method* reniega del romanticismo que envuelve al arte de la valoración de un plan de negocio, con sus expectativas de ingresos,

cuotas de mercado, contrataciones, patentes, etc. Todo eso se da por supuesto a modo de hipótesis subyacente en el dato esencial que envuelve todo el análisis en esta metodología: el precio de salida. El precio de la salida es el pilar básico del *VC method*. Pero no solo del *VC method*. Es el pilar básico de todo el Venture Capital, de todo el capital riesgo. El capital riesgo es un negocio de salidas, no de entradas. Estas son condiciones necesarias, pero la condición suficiente del éxito es una buena salida. Una buena salida compensa los malos momentos, las discusiones en el consejo, los ceses de directivos. Todo lo puede porque la buena salida equivale a ganancia para el inversor, que es el que mueve la rueda del capital riesgo.

Por eso este método de valoración es el preferido por los mejores Venture Capital. Y por ello los emprendedores que opten por esta vía de financiación deben saber manejarlo. Para saber cómo hacer los números. Y porque, conociéndolo, podrán finalmente entender cómo piensa un inversor de capital riesgo.

Para una mejor comprensión del cálculo de las valoraciones premoney y postmoney terminamos el capítulo de valoración proponiendo un nuevo modelo. En este se supone que el Venture Capital no se fija un múltiplo de salida objetivo, sino una TIR, siendo entonces el múltiplo un resultado del modelo (ValorPre-Mon.xls).

Modelo: Valor premoney

Con este sencillo modelo pueden determinarse las valoraciones premoney y postmoney asignadas a una determinada *startup*, así como el porcentaje mínimo del capital que solicitará el inversor a cambio de su aportación financiera. Como siempre, este modelo simplifica enormemente la realidad con vistas a facilitar la comprensión de los conceptos por parte del lector.

Los datos de entrada de este modelo son los siguientes:

Nuevo Abrir Guardar Imprimir Copiar Pegar Formato Destacador Borrar Autosuma Orden A-Z Orden Z-A Galería Herramientas Zoom Ayuda

Hoja Gráficos Gráficos SmartArt WordArt

ValorPreMon.xls 100% Zoom

A B C D E F G H I J K L M N

Cálculo de valoración Pre-Money y Post-Money

2. Euros. Porcentaje

3. 35%

4. TIR objetivo del Inversor (%)

5. Fondos aportados por el Inversor (€)

6. 300.000

7. EBITDA en año de salida

8. 1.000.000

9. Múltiplo de salida (x EBITDA)

10. 3

11. Valoración de salida

12. 3.000.000

13. Resultado del modelo

Múltiplo de salida del Inversor

	Años de permanencia					
TIR Objetivo	2	3	4	5	6	6
15%	1,3	1,5	1,7	2,0	2,3	20,1%
20%	1,4	1,7	2,1	2,5	3,0	24,9%
25%	1,6	2,0	2,4	3,1	3,8	30,5%
30%	1,7	2,2	2,9	3,7	4,8	38,1%
35%	1,8	2,5	3,3	4,5	6,1	48,3%
40%	2,0	2,7	3,8	5,4	7,5	60,5%
45%	2,1	3,0	4,4	6,4	9,3	75,3%
50%	2,3	3,4	5,1	7,6	11,4	92,9%
55%	2,4	3,7	5,8	8,9	13,9	113,9%
60%	2,6	4,1	6,6	10,5	16,8	138,7%
65%	2,7	4,5	7,4	12,2	20,2	167,8%

Porcentaje asumido por el Inversor

	Años de permanencia					
TIR Objetivo	2	3	4	5	6	6
15%	13,2%	15,2%	17,5%	20,1%	23,1%	23,1%
20%	14,4%	17,3%	20,7%	24,9%	29,9%	29,9%
25%	15,6%	19,5%	24,4%	30,5%	38,1%	38,1%
30%	16,9%	22,0%	28,6%	37,1%	48,3%	48,3%
35%	18,2%	24,6%	33,2%	44,8%	60,5%	60,5%
40%	19,6%	27,4%	38,4%	53,8%	75,3%	75,3%
45%	21,0%	30,5%	44,2%	64,1%	92,9%	92,9%
50%	22,5%	33,8%	50,6%	75,9%	113,9%	113,9%
55%	24,0%	37,2%	57,7%	89,5%	138,7%	138,7%
60%	25,6%	41,0%	65,5%	104,5%	167,8%	167,8%
65%	27,2%	44,9%	74,1%	122,3%	201,8%	201,8%

Valoración Post-Money

	Años de permanencia					
TIR Objetivo	2	3	4	5	6	6
15%	2.068.431	1.972.549	1.715.260	1.491.530	1.296.983	1.191.530
20%	2.083.333	1.736.111	1.446.759	1.205.633	1.004.694	905.633
25%	1.920.000	1.536.000	1.288.800	983.040	786.432	683.040
30%	1.775.148	1.365.498	1.050.383	807.987	621.529	507.987
35%	1.646.091	1.219.326	903.205	669.041	495.586	369.041
40%	1.530.612	1.093.294	780.925	557.803	398.431	257.803
45%	1.426.873	984.050	678.655	468.038	322.785	168.038
50%	1.333.333	888.889	592.593	395.062	263.374	95.062
55%	1.248.699	805.612	519.750	335.323	216.374	35.323
60%	1.171.875	732.422	457.764	286.102	178.814	-13.898
65%	1.101.928	667.835	404.749	245.302	148.668	-54.698

Valoración Pre-Money

	Años de permanencia					
TIR Objetivo	2	3	4	5	6	6
15%	1.968.431	1.672.549	1.415.260	1.191.530	996.983	905.633
20%	1.783.333	1.436.111	1.146.759	905.633	704.694	683.040
25%	1.620.000	1.236.000	928.800	683.040	486.432	486.432
30%	1.475.148	1.065.498	790.383	507.987	321.529	321.529
35%	1.346.091	919.326	603.205	369.041	195.586	195.586
40%	1.230.612	793.294	480.925	257.803	98.431	98.431
45%	1.126.873	684.050	378.655	168.038	22.785	22.785
50%	1.033.333	588.889	292.593	95.062	-36.626	-36.626
55%	948.699	505.612	219.750	35.323	-83.663	-83.663
60%	871.875	432.422	157.764	-13.898	-121.186	-121.186
65%	801.928	367.835	104.749	-54.698	-151.332	-151.332

14 + + + + + Hoja1 Hoja2 Hoja3 +

Datos

Vista normal Hoja1 Hoja2 Hoja3

BUSCAR AYUDA SUMA

- TIR objetivo del inversor (celda C4): se trata del porcentaje anualizado de retorno que aspira a conseguir el inversor con la operación. El valor que se introduce en esta celda se toma como «central», de manera que el modelo ofrece los resultados que se obtienen con otras TIR mayores y menores para que el lector aprecie el efecto de esta variable en las valoraciones finales.
- Fondos aportados por el inversor (celda C5): cantidad que se solicita al Venture Capital que invierta en la presente ronda.
- EBITDA en el año de salida (celda C7): resultado operativo que según las proyecciones financieras del plan de negocio se obtendrán el año en que se produce la salida del inversor. Puede usarse también la cifra de ventas, beneficio neto, etc.
- Múltiplo de salida (celda C8): se trata del valor que, multiplicado por el EBITDA anterior, nos da la valoración del negocio en la salida. Este múltiplo puede obtenerse observando operaciones comparables.

Con los valores de entrada anteriores el modelo ofrece los siguientes valores de salida:

Valoración de salida (celda C10): es el precio que se espera obtener por el capital de la *startup* en el momento de la salida del inversor. Se obtiene multiplicando el EBITDA en salida (C7) por el múltiplo de salida (C8).

Múltiplo de salida del inversor (celdas B14 a G26): este cuadro ofrece el múltiplo de salida que deberá obtener el inversor habida cuenta de la TIR objetivo que se ha fijado y de los años que han pasado hasta el momento de la salida. Matemáticamente se calcula como la raíz enésima de $(1 + TIR)^n$, siendo «n» el año de salida. Por ejemplo, si la TIR es 40% anual y el año de salida el quinto, tenemos que el múltiplo de salida es 5,4. Es decir, por cada euro que invierta hoy el Venture Capital, el quinto año deberá recuperar 5,4 euros.

Porcentaje asumido por el inversor (celdas I14 a N26): con el múltiplo de salida del inversor multiplicado por los fondos que aporta hoy el Venture Capital (celda C5) sabemos cuántos euros debe llevarse el Venture Capital en la salida. Si dividimos ese valor entre la valoración total de salida (celda C10) obtendremos el porcentaje de la empresa que es preciso que tenga el inversor. Por ejemplo, volviendo a la TIR

Comentario

Este es un modelo muy simple que no tiene en cuenta numerosos factores en la valoración de la *startup*, como por ejemplo la retención esperada. Sin embargo es muy útil para extraer unas primeras conclusiones.

Vemos que a igualdad de TIR, cuanto más tiempo debe esperar un fondo para deshacer su posición, menor es la valoración que asignará a nuestro negocio. La razón es sencilla: una empresa que crea valor más rápidamente vale más que otra que es más lenta.

Lógicamente, a igualdad de año de salida, la empresa vale menos cuanto mayor es la TIR esperada por el inversor, puesto que este debe obtener un mayor porcentaje del negocio para salir con el retorno planeado.

En todo caso, los resultados de este modelo deben tomarse con cautela, puesto que se asume como hipótesis de partida que la valoración de salida (celda C10) es la misma independientemente del año de salida, lo cual en el caso de las *startup* es mucho decir puesto que en ellas el paso de los años afecta significativamente a su valor.

Negociación con inversores

Planteamiento de la negociación

Durante el máster MBA que cursé en INSEAD tuve la gran suerte de asistir a las clases del profesor Ingemar Dierickx. Dierickx era por entonces profesor de negociación en el máster y en su curso explicaba técnicas de negociación con grandes dosis de teoría de juegos. Mi interés por el tema me animó posteriormente a obtener el DEA en economía precisamente en teoría de juegos.

Recuerdo con especial claridad uno de los principales mensajes de Dierickx en las negociaciones, que me permito remarcar aquí:

«En una negociación lo importante no es lo que se dice, sino lo que se sabe».

Conviene detenerse a reflexionar sobre el contenido de esta regla porque veremos que tendrá gran repercusión en las negociaciones entre el emprendedor y el Venture Capital.

Suele ser común entre las personas que se enfrentan a un proceso negociador la preparación concienzuda de los argumentos que se pretenden esgrimir (decir) para obtener concesiones de la otra parte. Se buscan verdades inquebrantables cuyo peso permita al que las aporta no precisar de mayores esfuerzos para conseguir sus propósitos. Esta técnica negociadora parte de una premisa errónea: las partes defienden criterios racionales en la negociación.

La realidad muestra lo contrario. En una negociación las partes no se sientan a la mesa dispuestas a dejarse convencer. De hecho la verdad es justo lo opuesto. La mesa de negociación es el peor lugar de todos para tratar de que una persona cambie sus puntos de vista. El emprendedor que acude a una reunión con un inversor para negociar lleva consigo un arsenal de argumentos para convencer a la otra parte de que su *startup* vale determinada cantidad. Este enfoque sitúa al emprendedor en desventaja, pues en el cuerpo a cuerpo, el Venture Capital lleva todas las de ganar. Su poder negociador es muy superior. Hay más proyectos en el mercado buscando financiación que inversores dispuestos a jugarse su dinero en ellos.

El modo correcto de enfocar una negociación no es entonces tratar de obtener concesiones basándose en la potencia de nuestros argumentos, sino conseguir el mejor acuerdo que satisfaga nuestros intereses y que sea aceptable para la otra parte.

Ahora bien, ¿qué es aceptable para la otra parte? Antes de sentarnos a negociar podemos tener una idea preconcebida de lo que nosotros pensamos que será aceptable para el otro negociador, pero la realidad es que no lo sabemos. La única manera que tendremos de saberlo con certeza es que o bien nos lo diga el otro creíblemente (esto es, no nos engaña), o mejor aún lo podamos inferir de las palabras que emplee o actitudes que muestre.

Por eso dice Dierickx que en la negociación la clave es lo que se sabe. Sabiendo qué es aceptable para la otra parte o, en otras palabras, lo que la otra parte desea obtener de la negociación y

hasta dónde está dispuesta a llegar para conseguirlo, estaremos en disposición de afrontar el baile de concesiones y acercamiento de posturas dentro de un marco general que se sitúe en nuestra esfera de intereses. También podremos incluso dar por cerradas las conversaciones en términos amistosos si vemos que lo aceptable para el otro es completamente incompatible con nuestros intereses.

Para saber más lo importante no es hablar, decir. Lo importante es escuchar. El mejor negociador es el que mejores preguntas hace y el que mejor sabe escuchar e interpretar las respuestas. Cuando habla de sus propios intereses la gente suele ser sincera, pues quiere asegurarse de que el otro entienda claramente qué desea obtener. Si, por ejemplo, un Venture Capital nos dice que tuvo malas experiencias con un equipo promotor en el que los socios no estaban involucrados al cien por cien en el proyecto, es posible que debamos inferir que para él resulta importante que todos los socios trabajen a tiempo completo en la empresa, que este es un asunto importante para él y que posiblemente no está dispuesto a incluirlo en la mesa de negociación.

Pero «que satisfaga nuestros intereses» también supone un cierto nivel de conocimiento. En concreto implica que debemos ser capaces de valorar aquellas concesiones que nos hacen o que nosotros hacemos, de manera que seamos capaces de determinar cuánto nos estamos llevando de la mesa de negociación.

Por eso es imprescindible que antes de negociar con un Venture Capital, el emprendedor sepa manejar con soltura su lenguaje, sus conceptos, sus intereses, su comportamiento... Si el equipo promotor negocia sin esos conocimientos se enfrentará a un caso denominado en la teoría económica «asimetría de información». Es decir, una situación en la cual una de las partes sabe más que la otra. Y si nos atenemos a la regla de Dierickx, en una situación como esa estamos perdidos.

Asimetrías de información

En el caso de las negociaciones con el Venture Capital la asimetría de información está implícita en el propio concepto, por la

sencilla razón de que entre los contenidos del trabajo profesional de un Venture Capital se encuentra la negociación de acuerdos con emprendedores, mientras que en el caso de estos no es así. El partido se juega en campo ajeno. El Venture Capital, entre otras muchas cosas, se dedica a negociar estos acuerdos. Conoce las cláusulas, sabe valorar mejor los negocios, conoce a otros Venture Capital y es capaz de determinar qué otras opciones puede tener el emprendedor, etc.

Por supuesto esto no significa que los Venture Capital aprovechen su posición dominante para obtener acuerdos leoninos para los promotores. Lo que sí significa es que en la mayoría de los casos la percepción que tiene un emprendedor de haber sido víctima de un acuerdo leonino es falsa, que el acuerdo no es draconiano y que el verdadero problema se deriva del desconocimiento del equipo promotor de las reglas del juego del capital riesgo.

Ahora bien, las asimetrías de información no afectan solo al equipo promotor de la *startup*. El Venture Capital también las sufre, puesto que el emprendedor conoce en detalle su negocio, su plan de empresa, su tecnología y sus propias habilidades para conseguir que el proyecto salga adelante. El inversor puede preguntar al emprendedor si se considera un buen empresario y una persona honesta y trabajadora, pero la respuesta a esta pregunta no le aportará ninguna información, puesto que solo puede ser una: «sí».

En teoría de juegos se denomina *cheap talk* a aquellas manifestaciones que no afectan a la estrategia que los jugadores deben poner en práctica porque no les proporciona ninguna información útil. Para que lo que se dice surta verdaderamente efecto en el interlocutor es preciso que las palabras tengan un aval. Así, por ejemplo, decir que uno se considera un buen empresario puede o no ser creíble. Pero decirlo y además poner un ejemplo de una empresa que se haya creado en el pasado y haya tenido cierto éxito sí que es definitivamente algo merecedor de ser tenido en cuenta.

Los negociadores creen más en lo que infieren que en lo que escuchan. Cuando la policía sorprende al ladrón con las manos en la masa suele sospechar por mucho que este diga que es inocente. Esto es así porque las personas procesamos dos tipos de

información en las negociaciones, las palabras que dice el otro y las señales que nos envía. Con el término «señales» no queremos aludir a posibles gestos o actitudes, sino a intenciones. Por ejemplo, si un emprendedor dice que está totalmente involucrado con el éxito del proyecto, pero luego no acepta un sueldo por debajo de 4.000 euros mensuales incluso quedándose con un porcentaje menor del capital, el inversor puede inferir que tal promotor está interesado en el autoempleo y que el éxito de la empresa tiene una importancia secundaria para él. Se dice una cosa, pero los intereses parecen llevar la contraria a las palabras. Y el inversor creerá siempre a aquellos. Los intereses del emprendedor están ocultos al principio. Los conoce el propio emprendedor, pero no el Venture Capital. Y durante la negociación saldrán a la luz.

Así pues, el inversor que se sienta a negociar con el emprendedor también hace frente a informaciones que desconoce, pero que el promotor sí conoce. Por esta razón se mostrará precavido y solicitará garantías.

El modo de eliminar las asimetrías de información es adquirir conocimientos. En el caso del Venture Capital fundamentalmente a través de la *due diligence*, o proceso de verificación en el que el inversor analizará toda la información acerca de la oportunidad para comprobar que está en orden. Además el Venture Capital plasmará en el acuerdo de inversión unos derechos de información que le aseguren tener acceso a todos los datos relevantes de la empresa una vez que invierte en ella.

Sin embargo, el método más eficaz para que el Venture Capital elimine las asimetrías de información, en particular las referidas a la personalidad del emprendedor que son las más críticas, consiste en prestar especial atención a las entrevistas que tendrán durante el análisis del proyecto. En particular los inversores observan cuidadosamente las reacciones del emprendedor ante las peticiones del inversor. Es difícil y poco aconsejable generalizar en estos casos, pero habitualmente los siguientes comportamientos del emprendedor suelen dar lugar a estas reacciones del Venture Capital:

Acción	Reacción
Desconocimiento total del negocio del Venture Capital.	Emprendedor que no ha hecho los deberes y para el que disponer del dinero es el único objetivo por el que se ha presentado en la oficina del Venture Capital.
Aceptación expresa y a ciegas de los términos presentados por el Venture Capital.	El emprendedor es un poco blando, y si es blando con el inversor probablemente lo será también con los empleados, los clientes, los bancos.
Emprendedor que pone en discusión cada punto esgrimido por el Venture Capital, incluso los más banales y evidentes.	El emprendedor es un impertinente que posiblemente carezca del pragmatismo necesario para llevar una empresa.
Emprendedor que negocia al límite cada punto del acuerdo con inflexibilidad, irritándose cuando se le discute sus argumentos o, incluso, llevando la negociación al plano personal.	El emprendedor será un socio conflictivo con el que la convivencia será penosa.

Una pregunta que habitualmente me hacen los emprendedores es qué espera escuchar un Venture Capital en la primera entrevista. Y la respuesta lógica a esa pregunta es que lo importante no es lo que se diga, sino la impresión que se lleve el inversor. Un emprendedor puede repetir varias veces que está dispuesto a comprometerse completamente con su *startup* y luego admitir que no tiene previsto dedicarse a tiempo completo a ella hasta que genere liquidez suficiente, con lo cual ha perdido toda su credibilidad.

La palabra clave es «credibilidad». Credibilidad en el proyecto, en la capacidad empresarial del equipo promotor, en el compromiso, etc. La credibilidad es algo difícil de conseguir y muy fácil de perder, y para obtenerla lo fundamental no es decir algo en concreto, sino que sea creíble. En otras palabras, cuando lo que dices es cierto, lo va a parecer.

Por esa razón cuando un emprendedor viene en mi busca para que le explique algún truco que oculte su falta de algo cuando vaya a encontrarse con un Venture Capital, lo que le sue-

lo recomendar es que no vaya a verlo. Porque si eso que le falta es algo esencial en la relación de varios años con un inversor la probabilidad de que salga a la luz, por muy bien que se haya tapado en un primer momento, es altísima. Y los problemas a los que puede dar lugar no son nada comparados con el fastidio de tener que buscar hoy otra fuente de financiación.

Si la cuestión es: «estoy convencido de que el Venture Capital es lo que necesito y acepto su mecánica de funcionamiento, pero quiero asegurarme de que en esa primera entrevista se lleve una buena impresión», entonces la cosa cambia. Suelo comparar este caso con los certámenes de Miss Universo: básicamente el problema ahora es que estás entre los finalistas de un concurso de belleza y quieres quedar como el más guapo.

En estos casos lo suyo es transmitir honestamente al Venture Capital nuestra visión del negocio, dejando abierta la puerta a una revisión de nuestros planes con las ideas que su experiencia nos pueda aportar. En una primera entrevista no saldrán cuestiones complejas sobre el negocio, como las que se discutirán en el acuerdo de inversión, pero sí preguntas que servirán al Venture Capital para enfocar las negociaciones. Tengamos en cuenta que:

Las negociaciones con el inversor empiezan en la primera reunión.

Veamos entonces cómo enfocar esa primera entrevista.

Generalmente esta reunión no será excesivamente larga. Lo normal es que dure unos 90 minutos y en ellos el emprendedor deba realizar una presentación acerca de su oportunidad de inversión. La mayoría de promotores dedica mucho tiempo para preparar esta presentación, buscando los contenidos que llenarán los 90 minutos de que se dispone. Ahora bien, la clave de esos 90 minutos son los 30 finales, cuando se producirá un diálogo con el Venture Capital en el que este recibirá buena parte de la información en la que está interesado. Por ello el

emprendedor debe planificar bien su tiempo y dejar suficiente espacio para que esta sucesión de preguntas y respuestas se produzca sin presiones del reloj.

Dos cuestiones que no deben quedar sin respuesta son las siguientes:

- Como ya se ha mencionado, la visión que el emprendedor tiene de su propio negocio. A la hora de transmitir esta visión al inversor conviene ser lo más honesto posible, transmitiendo con sinceridad cómo ve el emprendedor la empresa que se propone crear y qué planes de futuro tiene para ella. En la práctica, el emprendedor ávido de dinero lo que suele hacer es ajustar su discurso a las preferencias que piensa que tiene cada fondo al que se dirige, procurando decir lo que el fondo quiere oír. Ya dijimos que esto suele no funcionar a largo plazo.
- Otro aspecto fundamental es la dirección de la empresa. Quién va a gestionar el negocio, y qué experiencia tiene para ello son dos de las cuestiones que no deben quedar sin respuesta en las primeras reuniones con el fondo. El equipo es lo más importante. El Venture Capital invierte en el jinete, no en el caballo.

Durante el diálogo que se produzca en esta primera toma de contacto el emprendedor debería aprovechar para, a su vez, hacerse una idea de lo adecuado que resulta este inversor en particular para su empresa. Lógicamente no todos los fondos tienen la misma experiencia en todos los sectores y ciclos de vida de la empresa, y no todos ellos se involucran en la gestión de sus participadas de la misma manera. Preguntar al fondo cómo ven ellos el negocio y qué tipo de valor creen que podrían aportar en caso de cerrar la operación demuestra cierto conocimiento acerca del capital riesgo y es una pregunta que los mejores Venture Capital desean que el emprendedor les formule.

Respecto a la charla del emprendedor, no hay una sola forma correcta de presentar el negocio, aunque disponer de unas diapositivas que ayuden al auditorio a seguir la alocución suele ser

bastante útil. Además de las diapositivas, se debería preparar cierto material impreso que proporcionar al inversor, de manera que los asistentes a la reunión puedan tomar notas, ver en detalle números o datos que les resulten de particular interés sin necesidad de concentrarse en la pantalla, y sobre todo quedarse con algún documento sobre la presentación cuyo contenido ha podido ser preparado por el emprendedor, de manera que este ha realizado la selección de mensajes.

Antes de la reunión es conveniente preguntar si la sala dispone de proyector y demás utensilios que precise el emprendedor para realizar la presentación. Esta debería contener un número reducido de páginas, no más de 15. Es mejor que el inversor se quede con dos o tres ideas clave, en lugar de tratar que conozca todos los detalles del negocio de una sola vez, ya que en caso de estar interesado habrá muchas más reuniones.

Conviene que el tono de la reunión sea lo más informal posible, permitiendo en todo momento la interrupción por parte de los profesionales del fondo. Que sea informal no significa que sea banal. Lo que ocurre es que generalmente las personas a medida que pasa el día están cada vez más cansadas y es natural que se produzcan pérdidas de atención o distracciones durante la presentación, y el emprendedor desea que los receptores de la presentación se mantengan atentos e interesados en su discurso. Para ello tanto el contenido como la forma de presentar son importantes.

En lo que respecta al contenido, el emprendedor debería incluir ineludiblemente estos puntos en su presentación, eligiendo el orden que estime más oportuno teniendo en cuenta su tipo de negocio: mercado al que se dirige, producto o servicio de la empresa y protección de la propiedad intelectual, competidores, tecnología, equipo directivo, modelo del negocio y proyecciones financieras.

En segundo lugar, el estilo de la presentación es clave para atraer la atención del fondo. La entonación, el lenguaje corporal, la profesionalidad y confianza que transmite la persona que presenta son tan importantes como la calidad de la presentación y el atractivo visual de las diapositivas. Para mantener

el ambiente informal podría ser inteligente hacer referencia a experiencias personales o anécdotas relevantes. Procurar hacerse el simpático, o parecer forzado e incómodo, transmite una imagen negativa al auditorio.

Es fundamental considerar que tan importante como transmitir información es recibir preguntas o comentarios de los profesionales del Venture Capital. Conviene destacar que el propósito de tales interrupciones no es boicotear la presentación o poner en tela de juicio gratuitamente los argumentos que expone el emprendedor. Si bien es cierto que a lo largo del análisis de una oportunidad de inversión el Venture Capital más que buscar razones para invertir procura identificar motivos para no hacerlo, en estas primeras presentaciones de toma de contacto el objetivo que se marca es entender adecuadamente el modelo de negocio que se le presenta para determinar si es idóneo para invertir en él. Por esta razón el emprendedor que muestra incomodidad ante las preguntas o interrupciones transmite una imagen autoritaria y algo impertinente al inversor.

En resumen: ya en la primera reunión con el Venture Capital empieza el proceso de negociación, con el análisis de la persona del emprendedor. Este análisis servirá al inversor para reducir las asimetrías de información, y el mejor método para llevarlo a cabo consiste en formular preguntas al emprendedor. Recibir y responder adecuadamente las preguntas es esencial, tan importante como lo que el emprendedor se propone transmitir en la charla.

Por lo que respecta al emprendedor, la asimetría de información se reduce en el momento en que sepa valorar todos y cada uno de los pactos que se incluyan en el acuerdo de inversión. Así pues, la valoración de las concesiones que tanto emprendedor como el Venture Capital realicen en la negociación adquiere un valor esencial. Antes he empleado las enseñanzas del profesor Dierickx para ilustrar la importancia del conocimiento sobre las palabras en una negociación. Ahora recurriré a otros expertos en la valoración económica de las concesiones: los niños.

Recuerdo que cuando yo era niño, a principio de curso salían las colecciones de cromos de los futbolistas. En esas colecciones la mayoría de los jugadores eran fáciles de conseguir si se compraba el suficiente número de sobres de cromos y se cambiaban a menudo con los otros niños. Sin embargo había otros jugadores que eran más difíciles de reunir, sencillamente, supongo, porque la editorial sacaba menos cromos de esos futbolistas o retrasaba su salida a los quiscos.

Supongamos por ejemplo que en una colección concreta de mi época los «difíciles» eran Santillana y Carrasco. El niño que empezaba antes la colección y adquiría pronto esta información partía con ventaja, ya que si al principio se encontraba con alguno de estos cromos sabía que podía obtener un buen número de los «fáciles» a cambio de estos (con lo que reducía el número de sobres que tendría que comprar para hacer la colección). Si no sabía que estos jugadores eran los difíciles corría el riesgo de cambiarlos en peores condiciones.

Los niños expertos en la colección sabían asignar un valor económico a cada cromo. Si alguien tenía la gran suerte de tener repetido a Santillana pero no tenía a Carrasco sabía que su mejor estrategia era reservarse a Santillana hasta que otro niño le ofrecía a cambio a Carrasco.

Había niños maquiavélicos que ya tenían a Santillana y Carrasco y que cuando cambiaban cromos con otros y veían a alguno de estos dos jugadores ofrecidos por otro niño le decían que no lo tenían esperando una oferta por ellos. Si el poseedor del cromo ponía un precio alto pasaban del acuerdo, pero si el niño no sabía que su cromo valía mucho y pedía un precio bajo el maquiavélico se lo pagaba y ya tenía en su cartera un cromo difícil (aunque para él repetido) para canjear en mejores términos que el inocente anterior.

En definitiva, este ejemplo de los cromos nos enseña que ya en nuestra más tierna infancia tenemos la facultad de asignar valor económico a los objetos y, en función de tal valor, obtener contraprestaciones equitativas por su cesión. Pues bien, no es infrecuente el caso del emprendedor que acude a negociar un acuerdo con un Venture Capital sin saber el valor de sus cromos y el de los cromos del inversor.

Llegados a este punto, tengo para el lector dos noticias, una buena y una mala. La buena es que hemos identificado el principal problema que tiene el emprendedor que negocia con el Venture Capital un acuerdo de inversión: suele adolecer de falta de conocimientos a la hora de valorar «los cromos» de su acuerdo de inversión. La mala noticia es que valorar esos cromos no es tarea fácil. Pero antes de abordar esta cuestión sigamos comentando el proceso negociador.

Las negociaciones con el Venture Capital deben enfocarse de manera global. Buscar éxitos locales (como por ejemplo conseguir una determinada valoración por el negocio) a la larga resulta contraproducente. Podemos conseguirlo y, como dice el proverbio, «ten cuidado con los sueños porque puede que un día se conviertan en realidad».

En efecto, centrar la negociación en un objetivo local como puede ser la valoración, argumento estrella de la mayoría de las negociaciones, refleja una gran miopía por parte del emprendedor, pues lo que se decide en la mesa no es una valoración, sino un acuerdo de inversión, esto es, un marco de convivencia política y económica con el inversor, lo cual va mucho más allá de la mera valoración y el porcentaje de dominio al que da lugar.

Para el equipo promotor, el objeto de la negociación es asegurarse la financiación necesaria para el logro de sus hitos, estableciendo unas reglas de juego que generen buena armonía en la empresa (sobre todo en los casos en que su marcha no sea la adecuada) y unos términos económicos que maximicen su patrimonio a medio y largo plazo.

Analicemos la negociación con el Venture Capital desde el punto de vista de la teoría de juegos. Dice la teoría que un juego de suma cero es aquel en el que lo que gana uno es igual a lo que pierde el otro. Supongamos por ejemplo el reparto de un pastel. Por mucho que se negocie, el pastel cocinado no se va a hacer mayor, por lo que una vez que se haga la división no hay manera de mejorar la posición de una parte sin perjudicar a la parte contraria.

Las negociaciones en este tipo de juegos son ingratas y toscas. En general, las partes suelen esgrimir argumentos para

justificar por qué «merecen» un trozo mayor del pastel; argumentos que casi nunca convencen al otro. Al final suelen producirse dos soluciones: ruptura de las negociaciones con el pastel sin dividir, o bien soluciones salomónicas o de compromiso.

Decidir el porcentaje de la *startup* que se da al inversor es un juego de suma cero, ya que el total de la empresa es el cien por cien y las participaciones del Venture Capital y del equipo promotor no pueden sumar más de esa cifra. Cada punto que gane el inversor lo ha perdido el emprendedor, y viceversa. El problema así planteado tiene difícil solución porque los méritos que arguyen ambos contendientes suelen ser sensatos, y así no es extraño que las negociaciones se rompan por la incapacidad de las partes de llegar a un acuerdo.

La salida del atolladero es simple: no entrar en él. Es decir:

En el acuerdo de inversión es preciso huir de las negociaciones en juegos de suma cero.

Las negociaciones sobre el porcentaje que el emprendedor concede al inversor son juegos de suma cero. Sin embargo dejan de serlo en el momento que encima de la mesa ponemos otras cosas. Es la técnica del «piano».

Imaginemos un piano que tiene solamente una tecla. Es fácil suponer que las melodías que obtendremos de él serán bastante monótonas. Si el piano tiene dos teclas podremos hacer algo más, si tiene tres, mejor y así sucesivamente. Es decir, cuantas más teclas tenga el piano más opciones tendremos para hacer música.

Con las negociaciones pasa algo parecido. Si encima de la mesa tenemos un solo argumento para discutir no podremos ser muy creativos. Pero conforme vayamos aportando nuevos puntos que tratar seremos capaces de llegar a soluciones que satisfagan a ambas partes.

Por eso conviene que el emprendedor huya de las negociaciones basadas en el porcentaje. En la lucha cuerpo a cuerpo,

basada en la valoración y poco más, el Venture Capital tiene todas las de ganar. Me gusta usar en estos casos el ejemplo de los boxeadores Joe Frazier y Muhammad Ali. Frazier era un púgil poderoso, lento y muy duro que solía acorrallar a sus adversarios en las cuerdas y allí les pegaba sin piedad. No había forma de escapar, pues los pesos pesados no son rápidos y huir del acoso de Frazier exigía una velocidad que no tenía nadie. En 1974 era el campeón del mundo y, salvo una mala noche con Foreman en la que perdió, estaba invicto. Nadie pensaba que hubiese en el mundo algún púgil capaz de derrotarle. Hasta que llegó Ali. Ali fue un fenómeno del boxeo pues tenía la potencia de un peso pesado y la rapidez de un peso ligero. Se decía de él que «vuela como una mariposa y pica como una abeja». Cuando se enfrentaron, Frazier, como siempre, agachó la cabeza y trató de arrinconar a Ali para someterle al castigo habitual. Pero no podía. Ali escapaba siempre de las cuerdas, veloz, colocando golpes certeros en el rostro de Frazier y bailando sin cesar alrededor de su adversario. Se enfrentaron tres veces y Ali venció en dos de ellas.

El Venture Capital es un púgil rocoso que no precisa piernas ágiles para ganar el combate. El emprendedor debe hacer sus deberes correctamente y conocer cuáles son esas otras opciones que, como Ali, le permitan salir de las cuerdas y poner sobre la mesa nuevas alternativas para defender su posición en el acuerdo.

Objetivos de la negociación

Si el Venture Capital elimina asimetrías de información preguntando e infiriendo cosas, el emprendedor debe hacer lo mismo. Debe conocer cómo va a comportarse el Venture Capital, qué quiere conseguir de la inversión y cómo, y a partir de ahí plantear sus objetivos en la negociación y conseguir un buen acuerdo.

Caso: Empresa de telecomunicaciones

La empresa Alfa fue fundada por un ingeniero de telecomunicaciones que diseñó una plataforma tecnológica innovadora para reducir los requisitos técnicos de los aparatos de voz IP. Gracias a esta plataforma se obtienen productos que, con un coste muy inferior, presentan una calidad tan buena como los mejores del mercado.

El plan de negocio que Alfa propuso al Venture Capital tiene un escenario base de crecimiento basado en fabricar para el segmento residencial, es decir, destinado al consumidor final. El inversor, muy interesado en el producto y la tecnología, puso de manifiesto que no solamente podía destinarse el producto a este segmento, sino también al corporativo. Asimismo apuntó la posibilidad de expandir las operaciones a América Latina con un coste marginal limitado y buscar alianzas con fabricantes de manera que Alfa se centrara en las actividades de I+D+i.

El emprendedor y el Venture Capital están negociando un acuerdo de inversión. En concreto están tratando de pactar el gobierno corporativo de la sociedad. El inversor recela del modo en que la sociedad tomará decisiones importantes, pues se enfrenta a un plan estratégico con muchas opciones sobre el rumbo que puede tomar la sociedad.

Por esta razón, y considerándose más capacitado para adoptar en un primer momento las decisiones clave de la marcha del negocio, plantea al emprendedor que el consejo de administración tenga tres miembros, de los cuales él nombrará a dos. El tercer miembro del consejo será el emprendedor. Asimismo el director general será elegido por el Venture Capital entre una lista de candidatos que él mismo seleccionará.

El emprendedor, aún reconociendo que la experiencia del Venture Capital en aspectos empresariales es muy superior así como su capacidad para generar negocio, considera que este pacto le priva de un control adecuado de la sociedad y considera que él debe elegir a dos consejeros.

Comentario

La situación así planteada tiene una salida muy complicada. Nuevamente, con independencia del número de miembros que tenga el

consejo de administración, volvemos a caer en un juego de suma cero. Los que no nombre yo serán los que nombres tú.

Si nos fijamos en el caso, aquí lo que subyace es una desconfianza por parte del Venture Capital en la capacidad de un ingeniero de telecomunicaciones para determinar los designios empresariales de un negocio en el que no está claro cuál es el modelo más atractivo.

Por su parte el emprendedor desea tener algo que decir y no dejar todo en manos del inversor.

Existe una decisión salomónica que consistiría en nombrar cada uno a un consejero y el tercer miembro ser pactado por ambos. Esta solución tiene como inconveniente que, con el tiempo, ese tercer consejero abandone la independencia y se vaya alineando cada vez más con una de las partes.

El emprendedor podría aceptar la propuesta del Venture Capital y quedarse solo en el consejo reservándose un derecho de veto sobre determinadas decisiones que habría que identificar en el acuerdo. De esta manera se garantiza que un consejo que él no controla no adopte resoluciones lesivas para sus intereses.

Sin embargo los derechos de veto son peligrosos y además el Venture Capital vería bloqueada la dirección de la empresa con el veto. Así que otra posible solución consistiría en ampliar el consejo a cuatro miembros, dos nombrados por cada una de las partes, y hacer que las decisiones se adopten por mayoría de votos favorables. De esta manera lo que estamos haciendo es forzar el consenso para llegar a acuerdos. El riesgo que se corre en este caso es que, a pesar de que el empate es imposible pues equivale a un «no», la sociedad llegue a una situación de bloqueo en la que los órganos sociales no sean capaces de adoptar ninguna decisión.

Para situaciones especiales, como la de este caso, lo mejor es poner en relación el gobierno corporativo con otras cláusulas del acuerdo de socios. Por ejemplo, el emprendedor podría ceder el control de la sociedad aceptando la propuesta del Venture Capital a cambio de que el porcentaje del inversor tenga una parte reservada como *stock options* si la empresa (que va a gestionar el Venture Capital) consigue determinados objetivos. Fijémonos que aquí estamos volviendo las tornas. El inversor es el que cumple los objetivos y el emprendedor el que concede premios. La situación es extraña pero lógica, puesto

que el Venture Capital ha manifestado su deseo de controlar la marcha del negocio, lo cual no suele ser lo habitual.

¿Una solución como la anterior conviene a ambas partes? El Venture Capital consigue el control de la sociedad, que es lo que se proponía. Por su parte el emprendedor cede el control conformándose con un solo asiento en el consejo, pero recibe la garantía de que el inversor se siente confiado en sus posibilidades de crear valor para los socios vinculando su porcentaje en el capital a su éxito.

Es preciso familiarizarse con los intereses de las partes en la negociación del acuerdo de inversión. Empecemos con el inversor. Para el Venture Capital resulta esencial, en primer lugar, proteger su inversión y, en segundo lugar, hacer lo posible por garantizar un retorno de esta. Este planteamiento general se desglosa en los siguientes objetivos:

- Defender su inversión, en particular en aquellos casos en los que las cosas no están saliendo como se preveían en un principio.
- Facilitar un acto de salida. En otras palabras, aumentar la probabilidad de recibir una oferta por su participación que le permita obtener rentabilidad de su inversión.
- Maximizar su rentabilidad en el acto de salida
- Construir o mantener una sólida reputación de buen socio y de inversor eficiente que le permita levantar más fondos para invertir en el futuro.
- Garantizarse un cierto control sobre la empresa, al menos en aquellos aspectos más relevantes.
- Asegurarse de que los promotores permanecen en la empresa, motivados y generando el máximo valor para los socios.

Por su parte los emprendedores, en líneas generales, persiguen los siguientes objetivos:

- Financiar suficientemente su negocio.
- Retener el mayor control posible sobre su empresa, tanto desde el punto de vista político como económico.
- Obtener unas condiciones laborales y personales adecuadas.
- Aprovechar al máximo la entrada del inversor. Por ejemplo, ampliar su espectro de oportunidades gracias a los contactos del Venture Capital, aprovecharse de su experiencia en la gestión empresarial, etc.

¿Es posible consensuar un acuerdo de inversión en el que tengan cabida todos los objetivos anteriores? En un porcentaje muy alto de los casos la respuesta es afirmativa. Quizá no se consigan todos en igual medida, pero sí que pueden obtenerse adecuadas garantías para ambas partes en acuerdos equitativos.

Una de las claves para conseguirlo es afrontar la negociación con un enfoque colaborativo. Lo contrario de un enfoque colaborativo es aquel en el que emprendedor y Venture Capital se comportan como si el segundo estuviese comprando un piso al primero. Afortunadamente la entrada del financiero en la *startup* va a iniciar un período de relación entre las partes en el que todos tienen el objetivo común de lograr que la empresa alcance el mayor valor posible.

El enfoque colaborativo es además la mejor receta para eliminar las asimetrías de información, puesto que consensuar un acuerdo de inversión en el que los intereses e incentivos estén perfectamente alineados asegura que las partes, incluso buscando su objetivo personal, contribuirán al buen fin del proyecto.

Veremos más adelante al estudiar las condiciones concretas del acuerdo de inversión las posibilidades que este ofrece para alinear incentivos. Por ahora podemos citar como ejemplo el siguiente.

Caso: Esfuerzo y retribución del emprendedor

VC1 está negociando un acuerdo de inversión con un científico-emprendedor. Se trata de un nuevo test biológico que mejora sustancialmente los existentes en el mercado y además precisa de una escasa inversión antes de generar caja. La tecnología es obra de un científico que se ha convertido en una referencia mundial en la materia.

La oportunidad parece interesante. El científico es un reputado especialista y el proyecto parece sólido desde el punto de vista tecnológico. Sin embargo, y a pesar de las insistentes declaraciones del emprendedor, el inversor alberga ciertas sospechas acerca de la ambición de esta persona una vez que deje de ser un científico asalariado y se convierta en un hombre de negocios. ¿Se tomará esta iniciativa como una empresa propia o como un puesto de trabajo?

Comentario

Trasladar esta pregunta al científico no aporta nada, puesto que solamente nos podrá responder que lógicamente para él la empresa será una empresa propia, no un mero puesto de trabajo. Toda pregunta como esta, que solo pueda dar lugar a una respuesta, es superflua.

La forma en la que VC1 se asegurará la sinceridad del científico es establecer un sistema de retribución y beneficios para este basado en los logros alcanzados, medidos precisamente por la capacidad de generación de valor para el accionista derivada de la gestión del emprendedor.

Por ejemplo, VC1 propondrá que el sueldo del emprendedor sea al principio bajo y que la revisión se produzca cuando se hayan conseguido determinados hitos, como por ejemplo el desarrollo de un nuevo modelo animal o la presentación del proyecto en determinados congresos y ferias. Asimismo, se fijarán bonos a final de año cobrables por el emprendedor si la empresa ha conseguido algún cliente o si se ha podido formar el equipo comercial necesario para salir al mercado.

Todas estas actividades contribuyen a que la inversión de VC1 se revalorice y para ello el científico debe actuar como empresario, no como empleado, pues es un empresario lo que la *startup* necesitará para conseguir los logros anteriores.

Es importante que la negociación con el Venture Capital se centre en consensuar el camino que debe seguir el negocio y, una vez acordado, determinar cómo se regulará la convivencia política y económica de la sociedad. Así, el acuerdo debe negociarse de manera global, buscando alternativas aceptables a puntos en los que parece haber divergencias, de modo que las dos partes puedan conseguir sus objetivos a cambio de unas concesiones que entren dentro de sus posibilidades.

Como es lógico no es posible dar recetas o recomendaciones concretas para cada situación que se puede plantear en la realidad. La vida es rica en casuísticas. El mensaje que debe llevarse el lector es que en una negociación con un inversor, el tono cooperador y el espíritu constructivo deben prevalecer sobre los intereses individuales con vistas a que las partes consigan un acuerdo satisfactorio que les haga convivir amigablemente durante toda la permanencia en el capital del Venture Capital.

Casos particulares

En toda negociación hay situaciones no equiparables a ninguna otra. La casuística es inabarcable. En este apartado veremos algunos sucesos concretos en una negociación normal con un Venture Capital.

No debe sorprendernos que al principio de las conversaciones el inversor pregunte al emprendedor qué valoración ha asignado a su proyecto. Esta ingenua pregunta supone uno de los momentos más trascendentales en todo el proceso negociador. Por una parte la respuesta que el emprendedor dé a esta cuestión mostrará el nivel de conocimientos y sofisticación del equipo promotor. Asimismo la respuesta revelará al inversor no solo la valoración objetivo del emprendedor, sino sus ideas acerca del negocio, su estrategia negociadora, sus opciones, etc. No es de extrañar que en estos casos el emprendedor pueda conseguir la valoración que se propone y el Venture Capital el acuerdo que persigue.

No hay una respuesta mágica a esa pregunta, aunque a mí me gusta decir en estos casos: «trabajaremos juntos en esta cuestión». Si no contentos con esta respuesta me aprietan, entonces doy un rango muy amplio.¹ Nuevamente, la recomendación habitual: enfoque global. Estamos negociando un acuerdo, no una valoración.

Otra situación frecuente es la recepción del promotor de una oferta por parte del Venture Capital que contiene algún elemento que no se ajusta a los intereses del emprendedor. ¿Es correcto negarse tajantemente? Aquí hay que distinguir si ese elemento conflictivo entra dentro del «tablero de alarma» del inversor o no.

Denominaremos «tablero de alarma del inversor» a un conjunto de situaciones, cláusulas o acuerdos que o bien hacen inviable la inversión, o bien señalan al Venture Capital un comportamiento peligroso por parte del emprendedor.

Dentro del primer tipo, acuerdos que hacen inviable la inversión, podemos citar estos ejemplos:

- El emprendedor solicita que se ponga el dinero en un paraíso fiscal o propone términos de la inversión de dudosa legalidad.
- El emprendedor rechaza la posibilidad al fondo de vender su participación. (Ojo, es posible pedir a un Venture Capital que no venda antes de una determinada cantidad de años, lo que no puede hacerse es impedirle que venda nunca, pues eso va contra la filosofía de funcionamiento del capital riesgo).

Dentro del segundo tipo, comportamientos peligrosos, podemos destacar:

1 Este asunto es muy debatible y con total seguridad se encuentran opiniones más autorizadas que la mía. Por ejemplo, Jesús Encinar en su blog sugiere dar una respuesta clara y rotunda a la cuestión (<http://www.jesusencinar.com/2007/09/como-analizan-1.html>). Si el emprendedor conoce bien al inversor puede ser una recomendación muy interesante. En todo caso, me parece una estrategia mucho mejor dejar que sea el inversor el que dé la primera estimación. Podemos llevarnos una sorpresa.

- El promotor obstaculiza la *due diligence* o directamente se opone a superarla. Esta postura suele abortar completamente la inversión, puesto que parece que el emprendedor tiene algo que ocultar.
- El equipo de emprendedores no acepta aportaciones o valoración por hitos. En estos casos el Venture Capital puede inferir que el promotor no se cree su propio plan de negocio.
- El emprendedor solicita un sueldo elevado. En este caso la lectura que hace el inversor es que la *startup* es un autoempleo. Definimos «autoempleo» como la existencia de un puesto de trabajo bien remunerado para el emprendedor como razón última de la existencia de la empresa, en lugar de la creación de valor para sus socios.
- El emprendedor rechaza la cláusula de exclusividad del *term-sheet*. La luz roja que se enciende en este caso es que el emprendedor pretende hacer *deal shopping*, sin valorar la aportación concreta que pueda hacer el Venture Capital más allá de la inversión económica. Comentaremos esta cuestión en el próximo capítulo.

Si aquello que no gusta al emprendedor no cae dentro del tablero de alarma no hay que tener miedo a decir «no», siempre y cuando la postura del promotor sea razonable, flexible y profesional. El «no porque no» difícilmente es aceptable, pero no solo en Venture Capital, sino en cualquier esfera de la vida en general.

La recomendación para el emprendedor es, una vez más, conocer, informarse, tratar de entender la raíz de la petición e intentar dar respuesta a los intereses del Venture Capital con una fórmula aceptable para ambas partes.

Caso: Cláusula de arrastre

Un emprendedor está negociando un acuerdo de inversión con el fondo VC1. En un determinado momento el VC1 apunta que para ellos

es importante contar con una cláusula de arrastre en el acuerdo de inversión. Analizaremos esta cláusula en el próximo capítulo. Por ahora diremos que en las cláusulas de arrastre se estipula que si el fondo recibe una oferta de compra de sus participaciones y que tal oferta impone la venta de un porcentaje mayor del que tiene el fondo, este puede «arrastrar» al resto de socios para que venda con él.

Por ejemplo, supongamos que el fondo tiene el 25% del capital de Alfa SL y recibe una oferta de un industrial que solicita adquirir como mínimo el 51% del capital. Si el fondo dispone de la cláusula de arrastre podrá forzar al resto de socios a que venda como mínimo un porcentaje del 26%, que unido a su 25% hará que la operación pueda realizarse.

El emprendedor comprende que la cláusula de arrastre puede suponer la venta de su porcentaje de capital en un momento que él no desee vender. Así pues responde al fondo que preferiría que tal cláusula no apareciese en el acuerdo. VC1 se mantiene firme en su postura, añadiendo que ellos no invierten sin esa cláusula.

Comentario

Las cláusulas de arrastre son garantías que el Venture Capital solicita a la hora de negociar la inversión, y tienen como objetivo aumentar la probabilidad de salida exitosa eliminando el posible obstáculo que suponga no disponer del mínimo de acciones que le exige el comprador interesado.

Cuando un Venture Capital solicita la cláusula de arrastre resulta muy complicado, por no decir imposible, que renuncie a ella. En este asunto no se está jugando con un punto más o menos de porcentaje o con un dividendo mayor o menor que, además, posiblemente nunca se llegue a cobrar. La cláusula de arrastre afecta a un elemento clave para el negocio del Venture Capital: su posibilidad de salir de la empresa participada y obtener un beneficio.

Es normal que un emprendedor como el de este ejemplo, puesto frente a una condición que él entiende como agresiva, explore las posibilidades de eliminarla. Ante la negativa de VC1 de retirarla, ¿qué puede hacerse?

La opción de romper las negociaciones siempre es posible. Ahora bien, lo recomendable para procurar un acercamiento sería que el

emprendedor preguntase al Venture Capital cómo ve la salida de su empresa. Si el inversor tiene alguna idea clara sobre el particular lo normal es que la exponga abiertamente, pues la salida es un asunto que no podrá mantenerse tapado, sobre todo cuando el momento de producirse esté cerca.

Si el inversor de nuestro caso considera, por ejemplo, que la salida se puede ver comprometida con la aparición de nuevos competidores en un plazo de unos dos o tres años y por esa razón desea tener las manos libres para forzar la venta en ese plazo, el emprendedor ya sabe a qué atenerse. El Venture Capital ve un riesgo que el emprendedor, o bien elimina, o bien ofrece garantías para mitigarlo. En este caso eliminar el riesgo no es posible pues no puede evitarse que aparezcan competidores, y la garantía solicitada para mitigarlo (la cláusula de arrastre) le resulta dolorosa al promotor.

En caso de que el cierre de la operación de inversión con este Venture Capital sea crítica para el avance del proyecto, cabría la posibilidad de adjuntar a la cláusula de arrastre alguna condición que minore algo el dolor que causa al emprendedor. Solicitar un derecho de tanteo no tiene mucho sentido, pues esto es inherente a la relación societaria con el inversor. El Venture Capital también aceptará de buena gana dar un plazo al emprendedor para que busque otro comprador de su gusto que iguale la oferta recibida por su porcentaje y le permita mantener su presencia en la empresa.

Más interesante todavía sería solicitar al Venture Capital que la cláusula tenga fuerza si la oferta recibida supera una determinada cantidad, o incluso que los primeros «x» euros de ese precio se destinen a pagar al emprendedor y el resto se reparta según el porcentaje de capital. De esta manera el emprendedor del ejemplo transige con la solicitud del Venture Capital, pero le obliga a luchar por un precio alto y no conformarse con cualquier oferta que le llegue por su porcentaje.

La moraleja de este ejemplo es que el emprendedor no solamente debe hacer el esfuerzo de entender al inversor e intentar dar respuesta a sus exigencias eliminando determinadas cláusulas, sino que también debe analizar su propia situación y, para facilitar la operación, conseguir que determinadas solicitudes del Venture Capital se hagan salvaguardando en cierta medida sus propios intereses.

Poder negociador de las partes

Para analizar sistemáticamente el proceso negociador con un Venture Capital es preciso evaluar la fortaleza de la posición de cada actor.

Como principio general, en una negociación la parte propietaria del bien más escaso es la que tiene más poder. Así, en el caso del inversor su posición parece especialmente dominante, puesto que maneja los bienes más escasos: dinero y voluntad para ponerlo en un negocio de alto riesgo.²

Sin embargo hay otros factores que favorecen la posición negociadora del Venture Capital. De hecho, la presencia de este tipo de inversor en una *startup* confiere a esta un mejor estatus en la comunidad empresarial al aumentar su credibilidad en los negocios gracias a la confianza que el fondo ha depositado en ella. Es algo así como un certificado de calidad de la *startup*.

Este certificado de calidad derivado de la presencia de un Venture Capital en la empresa es la mejor llave para conseguir más financiación en el futuro. Estas fuentes no solo podrán ser ajenas, pues al aportarse fondos propios será posible recurrir a deuda, sino también fondos propios de más inversores de capital riesgo, pues la presencia de un Venture Capital en la *startup* suele ser el mejor aval para que otro Venture Capital acceda a invertir.

La credibilidad recibida por la *startup* emana además de las opciones que se abren una vez que el Venture Capital invierte en la participada. En general los Venture Capital ocupan a profesionales

2 Esa es la situación típica, al menos en España. Sin embargo, a mediados de los noventa en Estados Unidos se vivió una situación opuesta durante el *boom* de Internet y de las *puntocom*. En el mercado estadounidense del Venture Capital afloró una gran cantidad de dinero y el sector del *e-commerce* estaba empezando a despuntar. Cada día surgían empresas nuevas, pero había algunas especialmente prometedoras al posicionarse en nichos particulares que fueron el objeto del deseo de varios inversores. El miedo de tales Venture Capital a perder el tren de Internet les llevó a participar en una loca carrera por entrar en tales empresas, y así comenzó un proceso de subastas en el que las valoraciones de las *startups* se dispararon. Esta situación atípica se corrigió cuando el número de empresas demandantes de capital fue tal que los inversores sin hueco en el mercado desaparecieron.

con una valiosa red de contactos que pueden generar negocio para la empresa, localizar profesionales para ser contratados por esta, proporcionar acceso a firmas legales, consultores, etc. Además, el personal del Venture Capital está especialmente capacitado para evaluar las oportunidades que se le presenten a la *startup*, de manera que su opinión en el consejo de administración será de gran utilidad en la marcha de la compañía.

Por último, para evaluar el poder negociador del Venture Capital es preciso preguntarnos qué pierde el inversor que deja pasar la oportunidad de invertir en una *startup* determinada. Parece que el uso alternativo del tiempo y dinero del fondo está bastante claro: puede seguir buscando oportunidades que le resulten atractivas o reinvertir en empresas que ya tenga en cartera. Su coste de oportunidad no parece aumentar significativamente, lo cual nos debe llevar a considerar el poder negociador del emprendedor.

A primera vista el equipo promotor de la *startup* acude a la mesa de negociación en una posición bastante desfavorable, lo cual no deja de ser cierto. La mera presencia del emprendedor en la oficina del Venture Capital muestra la necesidad de financiación a la que se enfrenta el proyecto, y esa presencia rara vez ha sido solicitada por el inversor. Es el emprendedor el que suele llamar a la puerta del Venture Capital.

Sin embargo sería erróneo descartar todo poder negociador del emprendedor. En la medida que su proyecto sea distintivo, innovador y defendible el fondo se verá abocado a una decisión extrema: «esta es tu oportunidad de convertirte en socio de este proyecto único y valioso».

Parece banal pero la posición es sólida. El mayor error que puede cometer un inversor consiste en enamorarse de los proyectos que analiza. Un enamoramiento que con el tiempo puede llegar a nublar su vista y soslayar riesgos que en otro momento hubiesen sido evidentes. El emprendedor que consigue llevar su proyecto a esa zona en la que la frialdad de la *due diligence* se convierte en deseo elimina buena parte de las ventajas negociadoras del Venture Capital, pues el emprendedor pasa a ser el propietario del bien más escaso: su proyecto.