



ICADE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

# FINANCIACIÓN DE STARTUPS Y SU PROBLEMÁTICA

**Autor: Luis Alba Aznar**

**Director: Javier Errejón**

**Madrid**

**Julio 2018**

Luis  
Alba  
Aznar

# FINANCIACIÓN DE STARTUPS Y SU PROBLEMÁTICA



## RESUMEN

---

La creación de una nueva empresa aporta valor a la sociedad, y tiene una influencia fundamental en la economía y política de una determinada región. Esta afirmación, que será contrastada a través de tres teorías macroeconómicas del siglo 20, supone el punto de partida del siguiente proyecto de investigación.

Muchos son los factores que influyen en el correcto desarrollo de empresas de nueva creación o *Startups*. Uno de estos factores es el correcto desarrollo de una estructura de financiación sólida que permita una buena evolución de la empresa.

A lo largo del proyecto, analizaremos la evolución típica de una *Startup* enfocando nuestra atención en las herramientas financieras que tienen a su disposición para lograr el objetivo de consolidar la idea en forma de empresa líder de su sector.

Como todo, esto planteará una serie de retos, sobre los cuales, y previo análisis de la situación, trataremos de plantear unas determinadas soluciones.

## ABSTRACT

---

Setting up a new company provides value to the society, and have a crucial influence on the economy of a given region. This fact that is proven through three macroeconomic theories is the starting point of the following Project.

There are several elements influencing the right development of the new companies or *Startups*. One crucial point, is establishing a solid financial structure that allows a good evolution of the firm.

Along the following project, I try to analyse the evolution of a *Startup*, focusing on the financial tools available in order to develop a concrete idea. The main objective is to consolidate the company in its sector.

There are several challenges that are going to be treated at the end of the project.

# ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>5</b>
1.1. Objetivos.....	6
1.2 Estructura .....	6
1.3 Metodología.....	6
<b>2. MARCO TEÓRICO</b> .....	<b>7</b>
2.1. Emprendimiento y Financiación.....	7
2.2. La importancia económica del emprendimiento .....	8
2.3 Factores que impulsan el emprendimiento.....	14
2.4 Fases de creación y expansión de una Startup .....	16
<b>3. HERRAMIENTAS DE PASIVO</b> .....	<b>19</b>
3.1 Family, Friends, Funds and Fools (4F's).....	19
3.2 Financiación Pública.....	20
3.3 Crowdfunding y Crowdlending.....	23
<b>4. VALORACIÓN DE UNA STARTUP</b> .....	<b>26</b>
4.1 Métodos más utilizados .....	26
4.2 Valoración Pre-money y Post-money .....	28
<b>5. HERRAMIENTAS DE CAPITAL</b> .....	<b>29</b>
5.1 Business Angels .....	29
5.2 Capital Riesgo.....	32
5.2.1 Venture Capital.....	33
5.2.2 Private Equity .....	35
5.2.3 Capital Riesgo Corporativo (CRC).....	36
<b>6. FUNDING THE GAP O EQUITY GAP</b> .....	<b>38</b>
<b>7. CONCLUSIONES</b> .....	<b>39</b>
<b>8. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>43</b>

## 1. INTRODUCCIÓN

La creación de una empresa nace con un idea, con la ocurrencia de un método que monetice una determinada necesidad, y canalice los fondos dedicados al consumo de un determinado bien o servicio por parte de la sociedad hacia la propia compañía.

Esta idea será desarrollada a través de la inversión de fondos económicos y tiempo. Estas necesidades, que resultarán más abundantes conforme la empresa se encuentre más desarrollada, pueden suponer un gran reto para el emprendedor.

A lo largo de los últimos años, el sector financiero ha visto contraído su crédito. Los fondos sobrantes por parte de ahorradores, se han visto paralizados en muchos casos por el riesgo desprendido por los diferentes proyectos. Esto, no ha hecho más que acrecentar la dificultad, ya de por si elevada, con la que tienen que enfrentarse aquellos emprendedores que buscan materializar una determinada idea en forma de proyecto empresarial, que además de generar unas rentas para el propietario, generará un complejo sistema de creación de valor que repercutirá directamente en el crecimiento económico de un determinado país, así como en otras variables macroeconómicas clave, como el empleo y su influencia directa en el bienestar social.

La principal herramienta de financiación ha sido siempre el sector bancario. Este, cuyo negocio se basa en la correcta administración de los determinados riesgos acometidos en sus operaciones, no resulta de una gran utilidad a la hora de financiar este tipo de proyectos, debido a que suelen carecer de garantías sólidas, y su retorno esperado es difícil de estimar.

Es aquí donde han surgido una serie de herramientas financieras que apoyan a las *Startups* a lo largo del proceso. Pero, existen ciertas ineficiencias debido a la ausencia de fondos disponibles para la inversión en determinadas fases de la *Startup*.

Este es, por lo tanto, el principal reto del siguiente proyecto de investigación: Estandarizar el ciclo de vida de una empresa con el fin de determinar con que herramientas financieras cuentan estas empresas en las distintas fases, así como evaluar la adecuación de cada una de ellas en cada momento determinado.

Con ello, observaremos si cada fase del proyecto puede ser suficientemente financiada con las herramientas disponibles en el sistema, y en caso contrario, proponer una serie de soluciones que ayuden a cumplimentar el objetivo.

### **1.1. Objetivos**

El principal objetivo del proyecto es ofrecer a aquellos emprendedores con necesidades de fondos ajenos, una guía acerca de las distintas opciones de financiación, así como su adecuación a cada una de las distintas fases del proyecto empresarial.

Finalmente, trataré de aportar soluciones, basadas en mis conocimientos y en la revisión literaria, acerca de uno de los términos más utilizados en cuanto a problemática en la financiación de *Startups* se refiere, el “Equity gap” o hueco de capital, el cual se refiere a la diferencia entre fondos requeridos y fondos disponibles en ciertas fases de la *Startup*.

### **1.2 Estructura**

Con el fin de demostrar la importancia del tema tratado, a lo largo de las siguientes líneas mostraré la influencia directa que el emprendimiento tiene sobre la economía en general. Para explicar esta relación me apoyare en tres teorías económicas de autores de renombre.

A continuación, estandarizaré el ciclo de vida de una empresa con el fin de dotar de un cierto orden al proyecto, y distinguir que herramientas se adecuan a cada fase de la empresa.

Finalmente, y una vez detalladas las distintas herramientas financieras así como su adecuación a cada momento, concluiré el trabajo aportando ciertas soluciones al problema en cuestión.

### **1.3 Metodología**

La metodología empleada ha sido la recolección de información acerca de las distintas herramientas de financiación consideradas, para su posterior utilización en el objetivo planteado. Se han empleado informes, artículos literarios y artículos de prensa mayoritariamente.

Se ha pretendido aportar la mayor cantidad de conocimientos propios, con el objetivo de aportar lo máximo posible al tema de referencia.

## 2. MARCO TEÓRICO

### 2.1. Emprendimiento y Financiación

El emprendimiento es definido por la Real Academia Española de la lengua como la acción y efecto de emprender o acometer una obra, y dentro del ámbito de este proyecto de investigación, el emprendimiento hará referencia a la acción o efecto de iniciar una nueva empresa.

El emprendimiento tiene un efecto directo sobre la economía y sociedad en general, puesto que crea nuevas formas de acumular capital y riqueza, que de alguna forma u otra, serán redistribuidas entre los participantes de estas. El emprendimiento crea nuevas formas de riqueza, generando a lo largo del proceso nuevas oportunidades de negocio, mercado, empleo... Las ventajas son muchas y variadas.

Todo empieza con una idea, con la ocurrencia de aprovechar una determinada oportunidad de una forma novedosa. Pero, probablemente sea esta la etapa menos problemática de todo el proceso, ya que a lo largo de este, el emprendedor deberá superar los distintos retos necesarios para asentar esta idea en forma de actividad comercial viable.

Lo que nos preocupa, y vamos a tratar de abarcar a lo largo de este proyecto, es el aspecto financiero de este.

Todo proyecto empresarial requiere de la cantidad necesaria de fondos económicos. A lo largo del proceso, que abarca desde la fase de nacimiento o *semilla* hasta la fase de madurez o consolidación, es fundamental establecer una correcta estructura financiera que sostenga el proyecto, y dote de sentido económico a este. Si bien es verdad, la dificultad en la articulación de esta estructura será completamente diferente dependiendo de la fase en la que se encuentre la empresa.

Esta estructura financiera será el resultado de interconectar a aquellas personas con excedentes de liquidez, que buscan proyectos de inversión viables que proporcionen un retorno esperado para un determinado nivel de riesgo, con aquellos emprendedores que requieren de fondos para acometer sus proyectos. Este nivel de riesgo, será mayor cuanto más joven sea la empresa, y esto explicará la razón por la que la dificultad en la articulación de una estructura financiera lo suficientemente sólida será mayor en las fases más incipientes del proceso.

A lo largo de los últimos años se han desarrollado diversos métodos alternativos de financiación, que van más allá de las formas más tradicionales de financiar un proyecto como son la financiación a través de fondos propios y la financiación a través de productos bancarios.

Estos fondos entrarían en la sociedad de dos formas distintas: a través de deuda o a través de capital.

En el caso de financiarse a través de deuda, lo que está pactando la sociedad es el uso y disfrute de unos fondos facilitados por terceros a cambio de una obligación contractual que obliga a la sociedad a devolver estos fondos en el plazo y condiciones previamente pactados. En este caso, la estructura de financiación sería muy similar a la financiación bancaria, con la gran diferencia del riesgo que estaría asumiendo el prestatario puesto que una entidad bancaria, rara vez entraría en una operación con un riesgo o retorno esperado tan incierto.

En el caso de la financiación vía capital, el emprendedor o empresario estaría vendiendo un parte alícuota de la sociedad a un tercero a cambio de unos fondos determinados.

La elección del método financiero más acorde en función de la etapa en la que se encuentre el proyecto o empresa resultará fundamental en el devenir de la sociedad. Por ello, a lo largo del siguiente proyecto de investigación trataré de explicar los métodos financieros más acordes en función del momento en el que se encuentra la sociedad, clarificando cuales serían las ventajas e inconvenientes de cada método, e investigando la problemática existente en todo este proceso.

## **2.2. La importancia económica del emprendimiento**

Como punto de partida del siguiente Proyecto de Investigación, considero clave entender como se ha desarrollado el concepto del emprendimiento dentro de la literatura económica. Como vamos a ver en los próximos párrafos, los conceptos de emprendimiento e innovación técnica y tecnológica son variables fundamentales para entender la forma y ritmo con las que crecen las distintas economías.

### *i. Emprendimiento e Innovación en la obra de Joseph Schumpeter*

Empezaré este análisis Macroeconómico a través de la obra de Joseph Schumpeter (1934), quien a lo largo de la primera mitad del siglo XX desarrolló la conocida como “Teoría del Empresario Innovador”.

Para este, el emprendedor es quien funda una nueva empresa, quien innova a través de la utilización de nuevos métodos, es aquel que rompe con un entorno hostil ante la aparición de nuevos órdenes.

Joseph Schumpeter sitúa el emprendimiento en el centro de sus teorías sobre el crecimiento económico. A través de sus obras, este Economista austríaco trata de explicar la gran importancia que tiene el emprendedor en el desarrollo económico de



las naciones. En contraprestación a las distintas teorías económicas de la época, las cuales explican que la economía se encuentra en un equilibrio en el cual todos los factores productivos son remunerados, Schumpeter argumenta que es el empresario emprendedor quien rompe con estos equilibrios y genera rentas extraordinarias. Es a través del emprendimiento y la consiguiente innovación, cómo se gestan cambios cualitativamente significantes en el crecimiento económico de un país.

En varias de sus publicaciones se postuló a favor de la inversión industrial y de la acumulación de capital por parte de la población, puesto que así, se fomentaría el ahorro, y en consecuencia la inversión, la cual es la que hace posible el desarrollo de industrias innovadoras. Esta innovación es la variable clave para entender el crecimiento económico, el motor de todo el sistema.

A través de la innovación, o como él lo llama: “Destrucción creativa”, la economía se mueve hacia una nueva situación de equilibrio, donde la aparición de imitadores provocará que este beneficio, que en una primera instancia era extraordinario, se convierta en ordinario, provocando además un efecto de arrastre económico. Este nuevo estado será capaz de generar nuevas posiciones económicas.

## ii. Emprendimiento e Innovación en las obras de Solow y Swan.

En 1956, los economistas Solow y Swan, a través de la ecuación fundamental de crecimiento, desarrollan los factores que determinan la función de crecimiento de la economía de un país, así como las diferencias entre el crecimiento de los distintos países.

Esta ecuación fundamental, la cual supone un antes y un después en la Teoría del crecimiento económico, parte de los supuestos de que la tasa ahorro, la depreciación y el crecimiento demográfico son constantes a lo largo del tiempo.

Además, para este modelo utiliza una función de producción neoclásica, la cual tiene una serie de condiciones de obligado cumplimiento, como son la Ley de rendimientos constantes a escala, la Ley de rendimientos decrecientes (el capital afecta positivamente a la producción, pero de forma decreciente a lo largo del tiempo), y por último, se cumplen las condiciones de INADA.

De esta forma, llega a la Ecuación Fundamental de Crecimiento, la cual explica que el crecimiento económico de un país o crecimiento del Capital (K) per cápita, es igual a la diferencia entre el Ahorro per cápita y la inversión necesaria para que el capital per cápita se mantenga constante.

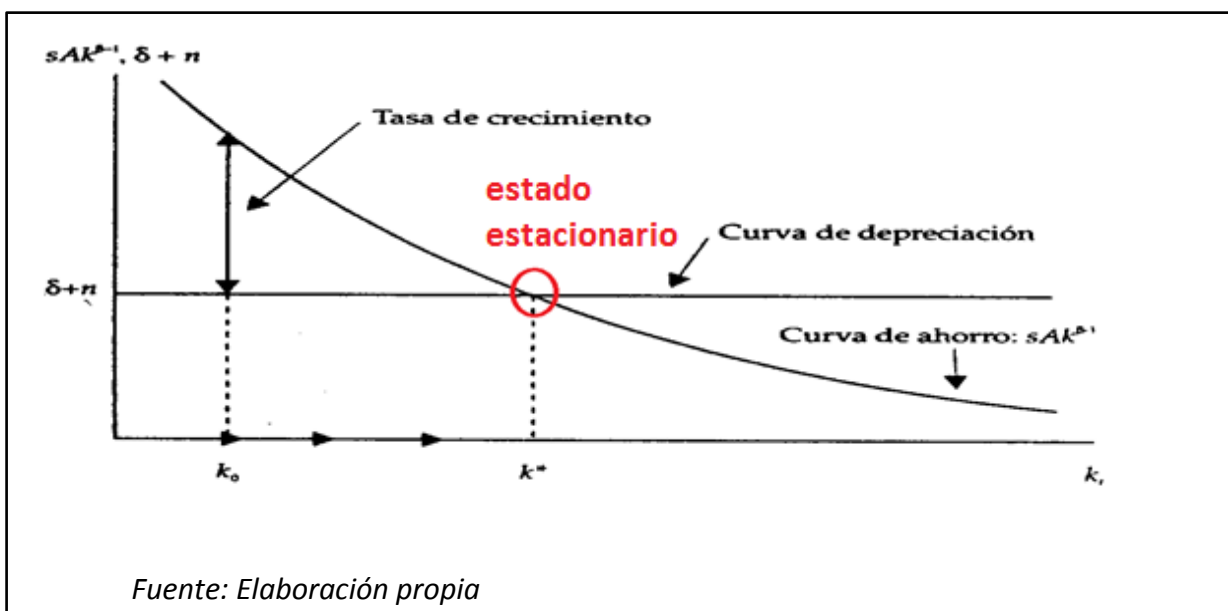
De una forma más sencilla, explica la Función de producción de un determinado país y como esta producción se reparte entre el consumo y la inversión o ahorro. De esta inversión, una parte será destinada a compensar la depreciación, y otra parte será lo que entendemos por crecimiento económico.

En otras palabras, la producción de un país será distribuida entre sus participantes. Estos decidirán la cantidad que desean consumir, y la cantidad que desean ahorrar. Este ahorro, por los mecanismos establecidos en el sistema, será canalizado hacia la inversión. Esta inversión, tendrá dos destinos:

- 1- cubrir la depreciación del capital disponible,
- 2- invertir en nuevo capital, lo que será en definitiva, la tasa de crecimiento de un determinado país.

Una vez entendida la Ecuación general de crecimiento de Solow y Swan, veremos cuáles son sus dos principales implicaciones o predicciones.

**Primera implicación**, dado que la tasa de ahorro o inversión es decreciente, y la tasa de depreciación es constante, cualquier economía tiende endógenamente a una tasa de crecimiento nula, lo que se conoce como estado estacionario.



**Segunda implicación**, expone que los países más pobres crecerán a tasas más elevadas que los países más ricos. Apoyándonos en el gráfico anterior, vemos como cuanto menor es el nivel de capital per cápita (eje horizontal), habrá más distancia con respecto a la curva de depreciación, y por tanto, habrá mayor tasa de crecimiento. Por lo tanto, este modelo predice, en teoría, una convergencia entre los niveles de renta de los distintos

países. Pero, en la vida real, esto no se da debido a que además de diferencias en los niveles de capital entre países, existen diferencias en los niveles tecnológicos, demográficos... a esto se le denomina Convergencia condicionada.

Lo que es realmente interesante de este modelo para nuestro fin, el de explicar la importancia del emprendimiento y la innovación tecnológica en la economía, es que factores son claves según estos autores para conseguir crecimiento económico a corto y largo plazo.

En primera instancia, asumiremos que el crecimiento a corto plazo es transitorio y el crecimiento a largo se debe a factores exógenos, o factores ajenos al control de la economía estudiada.

A corto plazo, y siguiendo el modelo, los factores que causarían un estado de crecimiento económico serían o bien un aumento de las tasas de ahorro, que debido a la Ley de rendimientos decrecientes, crecerán cada vez a menor ritmo mientras que la depreciación se mantendrá estable, provocando en el largo plazo un crecimiento nulo. Otra opción sería una reducción en el ritmo de crecimiento de la población debido a su influencia negativa en la curva de depreciación o inversión necesaria para que el capital per cápita se mantenga constante, pero, de nuevo, el crecimiento en el largo plazo sería nulo al llegar a un estado estacionario. Otra alternativa, sería provocar un aumento en el nivel tecnológico, debido a su influencia en la producción (Positiva) y en el ahorro (positiva). De esta forma, la curva de ahorro se desplazaría hacia la derecha, provocando así un mayor margen de crecimiento.

Con esta última suposición, llegamos a la única forma dentro del modelo de Solow y Swan de que se produzca un crecimiento económico a lo largo del tiempo, y esta forma es a través de un aumento en el nivel tecnológico a lo largo del tiempo, es decir, asumiendo que la tecnología y la innovación van a crecer a lo largo del tiempo de manera continuada. Así, la curva de ahorro sería desplazada numerosas veces hacia la derecha, y por lo tanto creciendo indefinidamente.

Si es cierto que el modelo de Solow y Swan no pueden explicar cómo se produce esta innovación tecnológica a lo largo del tiempo, ya que ninguna parte de la producción se dedica a inversión en Innovación, deducimos por tanto que este se produce de una manera exógena o ajena al modelo. Este modelo explica, por lo tanto, que la cantidad de renta disponible en una economía es agotada completamente en remunerar el trabajo y el capital, dejando en 0 la inversión en innovación o I+D+I. Esta dificultad de explicar la inversión en innovación supuso una de las mayores limitaciones de este modelo.

iii. Emprendimiento e Innovación en la obra de Romer

El supuesto de que la innovación tecnológica es un supuesto exógeno, tal y como asumíamos en el modelo de Solow y Swan, supone una simplificación con el fin de trabajar en un modelo más sencillo, pero no es muy realista. Esto es debido a que el crecimiento se ve afectado por las decisiones que toman los agentes económicos y por los recursos destinados a estos fines de innovación tecnológica (es decir, se debe a factores endógenos).

En su trabajo "incrementando los retornos y crecimiento a largo plazo" de 1986, Paul Romer plantea una visión alternativa a los modelos de crecimiento neoclásicos.

Contrariamente a los modelos previamente citados, y a las corrientes que se venían desarrollando a lo largo del siglo 20, Romer propone un modelo de crecimiento endógeno, es decir, que se genera dentro del propio modelo y no está supeditado únicamente a factores exógenos o generados de forma externa a este.

En este modelo, el crecimiento a largo plazo está originado principalmente por la acumulación del conocimiento, el cual será considerado como una unidad de capital intangible que será acumulado por los mismos agentes maximizadores de beneficios que mueven la economía. Esta forma de capital, es producto de una investigación tecnológica cuyos rendimientos serán decrecientes a escala, es decir, el hecho de duplicar las unidades de stock dedicadas a investigación no resultará en un aumento porcentual de los resultados.

Por otro lado, la productividad marginal del conocimiento es creciente, puesto que la producción aumentará ilimitadamente al aumentar las unidades invertidas en conocimiento.

Una de las asunciones que más relevancia tienen en nuestro objetivo, es el hecho de que la inversión en conocimiento genera externalidades positivas en la medida que la creación de nuevo conocimiento por parte de una empresa no podrá ser retenido en su totalidad debido a la ineficiencia de las patentes y a la dificultad de mantener el secreto, lo que acabará por salir de la propia empresa y podrá ser utilizado por otras en su favor. Esto explica de una manera clara la importancia del emprendimiento.

Cuando hablamos de emprendimiento y su consecuente inversión en innovación, no nos limitamos únicamente al hecho de que una determinada idea acabe por triunfar en el mercado, si no que el simple hecho de invertir en el aumento del conocimiento tendrá efectos positivos en la economía en su conjunto.

De esta forma, se genera un modelo de crecimiento endógeno en el que existen externalidades positivas, y cuya característica fundamental es el hecho de que existan rendimientos marginales crecientes del bien de capital intangible, el conocimiento.

- |                                     |                                                 |
|-------------------------------------|-------------------------------------------------|
| (1) $Y = AK^\alpha (HL)^{1-\alpha}$ | Función de producción agregada de la economía   |
| (2) $S = sY$                        | Función de ahorro                               |
| (3) $I = \dot{K}$                   | Inversión (asumimos que no existe depreciación) |
| (4) $S = I$                         | Condición de equilibrio dinámico                |
| (5) $H = K^\gamma$                  | Cambio técnico                                  |

Fuente: "Teorías del crecimiento endógeno", autor desconocido

Desarrollando el modelo según una serie de asunciones llegamos a,

$$\frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{\dot{K}}{K} = sA$$

Y aquí observamos cómo según el modelo de Romer, la tasa de crecimiento del producto/crecimiento económico será, por lo tanto, igual a la tasa de crecimiento del stock de capital, que a su vez vendrá en parte determinado por el stock tecnológico.

En resumen, el objetivo de los modelos de crecimiento endógeno es explicar el crecimiento económico de una forma interna, es decir, como consecuencia de cambios en los factores productivos. El modelo de Romer es un modelo perteneciente a los modelos AK. En este, el crecimiento del factor K, o capital, que será el causante dentro de las corrientes capitalistas del crecimiento económico, será provocado como consecuencia del incremento de la inversión en investigación y desarrollo.

### 2.3 Factores que impulsan el emprendimiento

Según estadísticas oficiales del estado, en España se crean en torno a un 11% de nuevas empresas al año, sobre el total de empresas existentes. Al mismo tiempo, se liquidan un 8%, resultando así un incremento neto del 3% de empresas anualmente.

Demostrar como el entorno en el cual se desarrollan las empresas de nueva creación es una variable clave para su posterior desarrollo es el objetivo de este punto.

Para ello, a continuación veremos el caso de Silicon Valley, esta zona situada en California, Estados Unidos, es un referente mundial en cuanto a la aparición de Startup de base tecnológica se refiere.

Cuando hablamos de Silicon Valley, lo primero que nos viene a la mente son los recursos financieros y el “Know-How” tecnológico con el que disponen las empresas que buscan innovar en este mundo empresarial. Pero, existen otros factores “menos tangibles” como la tradición emprendedora, la aceptación del fracaso y el optimismo con el que hacen frente los emprendedores en sus proyectos.

Cuenta el periódico Expansión, en un artículo citado posteriormente en la bibliografía, como un grupo de una veintena de empresarios catalanes de diferentes sectores viajaron a Silicon Valley en un viaje organizado por FemCat con el objetivo de incorporar métodos e ideas rompedoras en su espacio empresarial. Estos, aportaron una serie de puntos clave para entender el dinamismo económico de esta zona.

Entre ellos, citaron el aprendizaje constante, la aceptación al fracaso, la conexión existente entre el negocio digital y el mundo real, como se comparten los distintos conocimientos dentro de dicho ecosistema, el grado de apertura internacional....

Todos estos factores los podemos considerar culturales, es decir, dependen de factores sociales muy ligados a la nacionalidad y tradición histórica de los distintos países. Pero, esta zona pionera en innovación también cuenta con un elevado número de instrumentos de capital financiero a disposición de la *Startup*, hecho fundamental, además del “Know-How” proporcionado por empresas del tamaño de Google, LinkedIn, Apple...

Por ello, conocer el entorno en el cual una empresa, de base innovadora y de nueva creación, trata de abrirse hueco en un mercado cada vez más competitivo es fundamental.

*Isenberg (2011)*, trata de definir los pilares necesarios sobre los que se tiene que construir un ecosistema que incite al emprendimiento. Para ello, define 6 pilares en función de su tipología:

- **Pilar Político**, dentro del cual se definirían, entre otras, las Instituciones y su apoyo a la inversión y fomento del I+D; La existencia de una legislación que favorezca el emprendimiento, como las patentes, derecho laboral...; Regulaciones.
- **Pilar Financiero**, punto alrededor va a girar la mayor parte de este proyecto de investigación. Entre otros, encontramos Business Angels, Capital Privado, Familia, Amigos...
- **Pilar Cultural**, más difícilmente definible, para el cual podríamos utilizar el ejemplo de ecosistemas del emprendimiento a modo de referencias, como el caso de Silicon Valley previamente citado.
- **Pilar de Soporte**, entre los que se definen aspectos como servicios profesionales de apoyo, conferencias, centros de incubación...
- **Pilar de Mercado**, la existencia de una demanda fuerte y rica, contar con los correctos canales de distribución y una buena conexión con el mercado internacional son algunos de los elementos claves de mercado.
- **Pilar Humano**, aunque detrás de cada uno de los pilares previamente nombrados se encuentra la importancia de contar con un correcto desarrollo del capital humano, Isenberg separa este pilar con el fin de darle una importancia lineal al resto. Aquí encontraríamos factores tan importantes como la formación, la existencia de una mano de obra lo suficientemente cualificada, instituciones académicas...

Si bien es cierto que no hay demostración empírica que muestre que un ecosistema emprendedor aumente la tasa de éxito de las Startup, sí que es cierto que hace que el número de estas aumente, y por lo tanto, también aumente el número de empresas creadas con éxito.

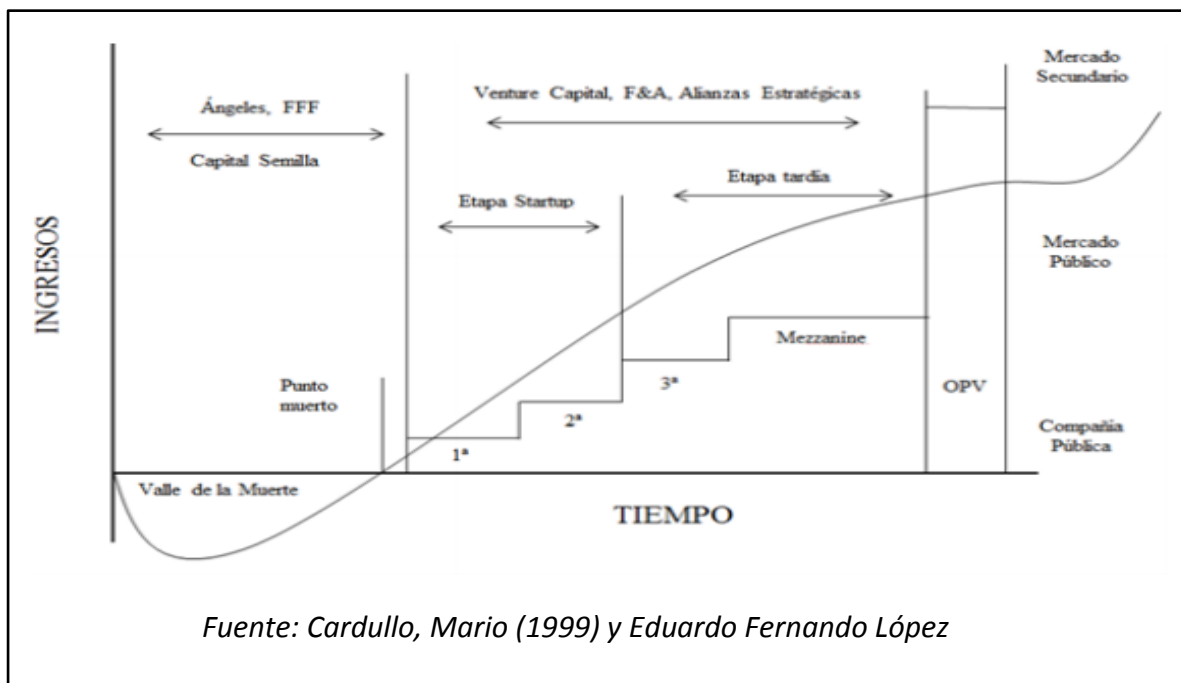
Continuando con la obra de Isenberg, este da una serie de recomendaciones a la hora de elaborar un entorno favorable para las Startups, como por ejemplo no tratar de imitar modelos como el de Silicon Valley, dado que cada región cuenta con unas particularidades. Adaptarse a las circunstancias del entorno se presume fundamental.

Destacar también su opinión con respecto a la financiación. Argumenta que no se debe inundar de capital a las *Startups*, dado que esto puede producir el efecto contrario al deseado. Seleccionar aquellas con un alto potencial, involucrando al sector privado en todo lo posible, puede ser una opción más favorable.

## 2.4 Fases de creación y expansión de una Startup

La empresa, desde que se fragua la idea y se diseña el proyecto empresarial que materialice a esta, hasta el punto en el que se encuentre en la mayor etapa de crecimiento posible, recorre lo que a continuación definimos como ciclo de vida de la empresa.

A lo largo de este ciclo de vida, la empresa recorre diversas fases que pueden ser clasificadas en función de diversas variables, pero debido a la temática de este proyecto, la definimos en función de los ingresos que esta genera y su relación con el tiempo. A continuación presento un gráfico muy utilizado en cuanto a financiación de *Startups* se refiere, puesto que trata de relacionar la fase en la que se encuentra la empresa con el tipo de financiación más acorde.



Como vemos, resulta un factor determinante la fase de crecimiento en la cual se encuentra la empresa, debido a que dependiendo de esta, tendrá unas necesidades completamente diferentes de financiación. Otra de las razones por las cuales la determinación de la fase empresarial es clave, es el hecho de que los inversores valoran el riesgo de su inversión dando una gran importancia a la madurez del proyecto así como a la consiguiente aceptación por parte del mercado. A continuación trataremos de dividir el ciclo de vida de una empresa de nueva creación en diversas fases:



- Seed Stage o Etapa Semilla

Una vez se decide llevar a cabo la empresa, el primer paso es formar la sociedad. De esta forma, se dota de un componente legal y contractual al proyecto que aglutina a él o los emprendedores.

Esta fase destaca por la definición de la estrategia que va a llevar a cabo la sociedad. Normalmente es una fase que requiere de un nivel reducido de fondos para probar que, efectivamente, la idea y su consecuente proyecto son viables comercial y técnicamente. Para ello, una cantidad reducida de fondos sería necesaria para investigar la viabilidad del proyecto en el consecuente mercado, su componente técnico, económico...

Una característica determinante de esta fase es la ausencia de ventas, generalmente, ni por supuesto, beneficios.

- Etapa Puesta en marcha o Startup

Se trata de una fase algo más avanzada que la anterior. Aquí, se ha probado que efectivamente, la empresa es viable en todas sus variantes y se decide poner en marcha la estrategia comercial con el fin generar flujos de caja que materialicen los distintos planes estratégicos. La empresa puede que no obtenga beneficios, sobre todo si se trata de una empresa con intensas necesidades de capital.

Aquí, la empresa se encuentra en un momento crítico en cuanto a financiación se refiere. Esta, que hasta el momento había sido capaz de llevar a cabo las distintas etapas del proyecto sin recurrir a grandes cantidades de financiación ajena, deberá construir un plan financiero que le permita evolucionar hacia las siguientes fases del proyecto, sin dar una excesiva contrapartida por estos.

- Etapa de Crecimiento

Las distintas suposiciones y estudios desarrollados acerca de la viabilidad del producto han sido probados en el mercado, y se han materializado en resultados comerciales. La empresa es, por lo tanto, capaz de generar flujos de caja así como absorber cierta cuota de mercado.

Una vez en este punto, la empresa buscará un impulso con el fin de acabar consolidándose en el mercado, y para ello, requerirá de una cantidad de fondos muy superior a lo que venía siendo habitual.

Se vuelve fundamental definir, bajo qué estrategia la empresa será capaz de absorber los fondos necesarios al menor coste. Debido a la importante y urgente necesidad de fondos, sumado al riesgo que conlleva este tipo de proyecto para los inversores, esta es sin duda la etapa más delicada en cuanto a la obtención de fondos se refiere.

- Etapa de Consolidación

Una vez adquirida una buena posición en el mercado, la empresa buscará construir los cimientos que le permitan gozar de una buena situación prolongada en el tiempo.

La empresa ya se considera rentable, produce flujos de caja suficientes para acudir a financiación en forma de pasivo, y desprende un nivel de riesgo considerablemente inferior a otras fases del proceso. Por todo esto, aunque la suma de fondos de la que precisa la empresa será mayor a otras rondas de financiación, la facilidad y coste con la que esta podrá obtenerlos serán también mucho más favorables.

- Etapa de Desinversión:

Uno de los principales objetivos que motivan a aquellos empresarios emprendedores, es hacer crecer a una empresa lo suficientemente con el fin de obtener una cierta rentabilidad en forma de desinversión.

Para ello, existen diversos métodos a disposición del empresario con el fin de intercambiar parte o la totalidad del capital de la compañía por fondos.

### 3. HERRAMIENTAS DE PASIVO

Una vez estandarizado el complejo ciclo de vida de una empresa, desde su fundación hasta la posible etapa de desinversión, pasando por lo referente a su expansión y consolidación, centramos el foco en lo referente a estructuración financiera y como esta debe adaptarse a cada una de las fases.

Cada etapa o fase tiene unas determinadas características que nos permiten identificar el estado de la empresa en un determinado momento. Una de estas, sería la facilidad con la que estas pueden acceder a la financiación requerida, así como las condiciones bajo las cuales pueden financiarse, si bien no tendrá el mismo coste y rapidez financiar una fase semilla en la que la empresa se encuentra testeando el producto que otra en la cual se precisan fondos para acabar de consolidar a la empresa en el mercado en cuestión.

Esto es debido a la percepción que, sobre estos proyectos, tienen los distintos inversores en cuanto al riesgo que requiere adoptar la inversión.

Por ello, considero conveniente desarrollar las distintas alternativas de financiación en un determinado orden que refleje la adecuación que cada una de ellas tiene con respecto a la fase en la cual se encuentra el proyecto.

Principalmente, existen dos formas de obtener fondos ajenos, una sería a través del pasivo o deuda, y otra a través de equity o instrumentos de capital. Aunque menos frecuente, existe una tercera forma que combina ambas formas de financiación.

Debido a las grandes diferencias existentes entre estos métodos, se ha considerado conveniente separar ambas formas y así, darse un tratamiento distinto a ambos.

A lo largo de este punto se desarrollarán las distintas herramientas financiación por medio del pasivo. A pesar de ser el instrumento de pasivo por excelencia, la deuda bancaria no será considerada en el posterior análisis, y esto es debido a que rara vez un banco entraría a financiar empresas con un nivel tan elevado de riesgos, a no ser que, se presenten garantías suficientes al respecto. Por ello, nos centraremos en instrumentos de deuda que se centren en financiar el proyecto en particular, y no a la persona física que la respalda.

#### 3.1 Family, Friends, Funds and Fools (4F's)

Considerada la primera forma de financiación de una *Startup*, encontramos este método de financiación. Conocido por sus siglas en inglés 4F (*Family, Friends, Funds y Fools*), es decir, aquellos fondos que la empresa en su etapa más prematura obtiene a través de

Familiares, Amigos, Propios fondos e “Ignorantes” que confían en el proyecto. Estos resultan aquellos que menos formalidades requieren.

Considero que puede englobarse dentro del Pasivo de la empresa, aunque probablemente, nunca llegue a registrarse en el balance de la sociedad debido a su baja formalidad, y a que habitualmente estos fondos se reciben previamente a la constitución de la sociedad.

Pero, desde el punto de vista de siguientes etapas, jugaran un papel muy importante puesto que pueden lanzar el mensaje de que existen ciertas personas cercanas al proyecto que confían en la viabilidad de este y están dispuestos a “arriesgar” sus fondos por esta creencia.

Una vez recaudados estos primeros fondos que permiten desarrollar las primeras formalidades de este proyecto, la empresa deberá construir una estructura financiera lo suficientemente sólida y grande que le permita avanzar en el objetivo de hacer crecer a la empresa, así como consolidarla.

Es aquí, donde empieza a ser más compleja la financiación ya que para contar con recursos ajenos, se deberán aportar ciertas evidencias de que el proyecto es viable tanto técnica como comercialmente, así como que el equipo es capaz de acometer este reto.

### **3.2 Financiación Pública**

Como hemos visto en los primeros párrafos de este proyecto, el emprendimiento tiene una gran importancia económica debido a su influencia directa en el crecimiento de un país, y su consecuente influencia en el empleo, bienestar social... Por ello, no es de extrañar que existan ciertas iniciativas estatales que persigan promover el emprendimiento tanto a través de herramientas no financieras como financieras.

Esta herramienta será englobada dentro de los métodos de pasivo debido a que la gran mayoría de estos son de dicha categoría. Al hablar de herramientas de pasivo es necesario distinguir entre aquellas en las cuales es necesario la entrega de un aval o garantía, y aquellas que no lo son.

Entre las que no requieren de garantía encontramos:

- **ENISA:** Sociedad mercantil estatal dependiente del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad que, *“desde 1982 participa activamente en la financiación de proyectos empresariales viables e innovadores”*. Estas dos últimas palabras extraídas de su Web marcarían los requisitos mínimos para obtener financiación ajena a partir de ahora en los distintos métodos de financiación que se nombrarán a continuación.

Esta Sociedad estatal ofrece diversas soluciones financieras tanto a *Startups* como a Pymes. Dentro de las soluciones para *Startups* aparecen la Línea Jóvenes Emprendedores y la Línea Emprendedores, las únicas diferencias entre ambas es la edad de los candidatos a estos pasivos, así como el importe máximo financiable, cuyos máximos oscilarían entre 75 y 300 mil euros. Como vemos, es un importe limitado a fases tempranas de la empresa.

Dentro de las características de estos pasivos encontramos algunas limitaciones como no estar enmarcadas dentro del sector inmobiliario, principio de co-inversión en el que los emprendedores deben aportar al menos el 50% de los fondos solicitados, que existan ciertas ventajas competitivas, viabilidad técnica y económica...

En cuanto a las condiciones económicas, el coste de la deuda se dividiría en dos tramos, un primer tramo en el cual se añadiría un 3,25% al EURIBOR, y un segundo en el cual el interés es variable en función del comportamiento de la empresa. Además, se ofrece un periodo de carencia en el cual la empresa podría retrasar hasta en 5 años el pago de la deuda, dando así, cierta comodidad y flexibilidad a esta. Otra de las ventajas de este tipo de financiación, es la ausencia de garantías que debe aportar el financiado.

Además de estas dos líneas enfocadas a financiar empresas que se encuentran en sus primeros estadios, ENISA ofrece otra línea enfocada a aquellas empresas que ya se encuentran en una fase algo más avanzada, con líneas que irían hasta 1,5 millones de euros, y que cuentan con comodidades similares a las anteriores.

Cómo vemos en estas medidas de financiación, estarían enfocadas a empresas que cuentan ya con algunos fondos, puesto que uno de los requerimientos básicos es el principio de co-inversión, es decir, que la cuantía solicitada por la empresa sea igual o menor a la cantidad aportada por los socios. Además, se exigen ciertos requerimientos en materia de viabilidad y comportamiento. Por lo tanto, estas formas de financiación estarían situadas en una fase en la cual, los socios emprendedores ya han obtenido fondos mediante las *4F*, ya cuentan con un plan de negocio bastante definido, y necesitan fondos suficientes para avanzar en el proyecto.

- CDTI: *“Consignado en la Ley de la ciencia, la tecnología y la innovación como el agente de financiación de la Administración General del Estado de la I+D+I empresarial”*.

CDTI combina fondos propios y cofinanciación procedente de Instituciones europeas, como pueden ser los Fondos Estructurales y de Inversión, y el Banco Europeo de inversiones. Entre los programas que ofrecen encontramos:

	Investigación y desarrollo	Innovación y compra de activos	Nuevas empresas	Pymes y midcaps
Préstamo bonificado		Innovación CDTI Innovación global		
Ayuda parcialmente reembolsable	CIEN Proyectos de I+D	Proyectos FEMP		
Subvención	FEDER Innterconecta Innoglobal CDTI-Eurostars CDTI-EraNets		Ayudas Neotec	
Capital riesgo			Invierte	Invierte

Fuente: [www.CDTI.es](http://www.CDTI.es)

Como vemos, existen diversas herramientas de financiación promovidas por CDTI, desde subvenciones no reembolsables hasta fondos de capital riesgo. La peculiaridad de esta herramienta es que únicamente invierte en empresas de base tecnológica o innovadoras.

Por otro lado, existe financiación pública que se instrumenta previa aportación de una serie de garantías y avales. Este es el caso de la financiación vía ICO, que es ofrecida por entidades financieras privadas, las cuales serán las encargadas de estudiar la viabilidad del proyecto, el riesgo de la operación y el cumplimiento de las condiciones del financiado.

- **ICO:** Instituto de crédito oficial, es un banco público adscrito al Ministerio de Economía y es considerado la Agencia financiera del estado. Este organismo también ofrece soluciones financieras a emprendedores a través de su línea ICO empresas y emprendedores.

Esta financiación estaría orientada a aquellos emprendedores o sociedades necesitadas de liquidez.

El importe máximo es de 12,5 millones, por lo que podría cubrir desde las primeras necesidades de financiación de la *Startup* hasta aquellas fases un poco más avanzadas, como la fase de crecimiento.

Dentro de sus peculiaridades, podemos resaltar el gran abanico de soluciones financieras que irían desde leasings hasta financiaciones a la liquidez. Cuenta con unos precios muy competitivos y ofrecen hasta 2 años de carencia en el pago de las cuotas, lo que aporta facilidad y flexibilidad a las sociedades demandantes de fondos.

### **3.3 Crowdfunding y Crowdlending**

Dentro de las herramientas financieras de pasivo, encontramos la *financiación participativa*.

Dentro de las definiciones existentes, Ramos & González, 2005 dan la siguiente: “una forma alternativa de financiación e intercambio, capaz de unir a través de Internet a los que buscan financiación y aquellos que buscan invertir, prestar, comprar o donar. Los creadores y emprendedores pueden hacer uso de las plataformas de financiación para ampliar el número de posibles financiadores de su proyecto, pero también para testar su producto y aprovechar las ventajas de la comunidad y la proximidad”.

Dentro de esta financiación participativa encontramos los dos tipos más habituales de financiación, el crowdlending y el crowdfunding. Pese a haber catalogado ambos tipos dentro de la financiación vía pasivo, como a continuación veremos, el crowdfunding no es estrictamente una herramienta de pasivo, aunque pueda suponer la contracción de algún tipo de obligación. Pero, veo más conveniente catalogarlo como una herramienta de pasivo que como una herramienta de capital, además de la utilidad que supone tratarlo conjuntamente con el crowdlending.

Estas herramientas de financiación colaborativa son cada vez más habituales, y han experimentado un gran crecimiento en los últimos años. Tal y como señala el informe anual del crowdfunding en España elaborado por Universo Crowdfunding, entre 2015 y 2016 el importe pasó de 52 millones de euros a 113, lo que supone un incremento del 116%. El Crowdlending o financiación participativa vía préstamos supondría el 54% del total, el crowdfunding de inversión el 14%, el de recompensa el 11% y el de donación el 4%. El inmobiliario supondría el 17%, pero debido a que no resulta de interés en este proyecto no procederé a desarrollarlo.

- Crowdlending o Crowdfunding de préstamos:

A través de esta solución, el emprendedor o la sociedad que requiere de fondos solicita una cantidad económica concreta y remite una serie de información a un portal internet con el fin de explicar el proyecto que existe detrás de esta necesidad financiera.

El propio portal suele llevar a cabo un estudio de viabilidad con el fin de dotar a la sociedad de un determinado nivel de riesgo o *rating* así como el tipo de interés que recogería el riesgo asumido por el préstamo.

Resulta interesante este último párrafo puesto que la plataforma web aportaría su nivel de experiencia en el análisis de proyectos de este tipo, dotando así a la compañía de un nivel de *rating* el cual pueda estimar el riesgo real del proyecto.

Entre las ventajas de este método de financiación de pasivo la que resulta más obvia es el hecho de financiar vía préstamos, operaciones que por el contrario serían difícilmente financiables debido al gran riesgo que soportan este tipo de operaciones; Atrae a un nuevo perfil de inversor no familiarizado con las formulas tradicionales de inversión; aporta un nuevo enfoque en la relación financiador-financiado, puesto que en ocasiones el financiador no se limita únicamente a aportar capital sino que dota al proyecto de nuevas ideas, experiencias, métodos, publicidad...;

Una de las plataformas más reconocidas es *Lendix*, líder en Francia, y fue una de las primeras plataformas en recibir autorización para operar por parte de la CNMV. Hoy cuenta con más de 12.000 inversores, los cuales invierten desde 20 euros por proyecto. Estos, buscan mitigar el elevado riesgo de este tipo de operaciones a través de una gran diversificación en multitud de proyectos, generando una media de más del 5% de rentabilidad.

Esta plataforma cuenta con volúmenes cercanos a los 198 millones en préstamos, con los que financia a unas 426 pymes. Su foco son empresas medianas, rentables y con una facturación superior a los 250.000 euros.

Resultaría interesante para esta fase dado que permitiría financiar a este tipo de empresas con un nivel de riesgo considerablemente elevado, a un precio considerablemente bajo (la media de tipo de interés en esta plataforma se sitúa cercana al 5.98%). En cuanto a las dotaciones, fluctuarían entre 30.000 y 3.500.000 millones de euros.

De esta forma, este tipo de financiación permitiría a las *Startups* financiarse a un tipo considerablemente bajo, entrando en plataformas que aportan una gran cantidad de ventajas añadidas, y con la principal ventaja de no desprenderse del capital propio, el cual será muy valioso mantener en el devenir de la empresa.



- Crowdfunding de Inversión y Crowdfunding de recompensas :

Probablemente el método de financiación colaborativa más conocido. En este, el emprendedor o sociedad de reciente creación envía su proyecto empresarial a una determinada plataforma, indicando las características relevantes del proyecto, así como la cantidad necesaria para acometerlo.

Es aquí cuando comienza la fase de promoción del proyecto, hecho fundamental, puesto que si el proyecto no logra obtener el 100% del importe solicitado, los fondos recaudados hasta el momento no son transferidos. En el caso de alcanzar el 100% de los fondos, estos son transferidos.

Cabe destacar la gran diferencia entre el Crowdfunding de recompensas y el Crowdfunding de inversión. En el primero, la *Startup* está comprometiéndose a dar una determinada recompensa a aquellas personas que han aportado los fondos requeridos para llevar a cabo el proyecto. Sería por lo tanto una herramienta de pasivo.

Sin embargo, en el Crowdfunding de inversión, la *Startup* estaría ofreciendo participaciones de la misma en contraprestación a los fondos recibidos. Sería por lo tanto una herramienta de capital.

## 4. VALORACIÓN DE UNA STARTUP

Llegados a este punto, es fundamental abordar el difícil proceso de valoración de una *Startup*.

Cuando hablamos de financiarse por medio de capital o *equity*, hacemos referencia al hecho de obtener fondos ajenos a cambio de transferir la propiedad de un número determinado de participaciones de la propia sociedad. Pero bien, ¿A qué precio las transferimos?

Si bien sabemos, una participación empresarial es una parte alícuota de la empresa. La empresa así estará dividida en un número finito de participaciones. Cada una de estas participaciones tendrá un valor intrínseco que resultará de dividir el valor de la sociedad entre el número de participaciones en las que se quiere dividir a la misma. Por lo tanto, será fundamental calcular cual es el valor de la sociedad, hecho de relevante dificultad debido a la gran incertidumbre que desprenden este tipo de sociedades. Es aquí donde empieza el proceso de valoración de la *Startup* que supondrá el primer paso para obtener financiación por medio del capital de la empresa. Cabe destacar que valor y precio no son sinónimos, puesto que el valor de una empresa es, según el método más utilizado para su cálculo, lo que la empresa es capaz de generar. El precio, sin embargo, es la cifra por la cual dos partes pactan el intercambio de un bien.

### 4.1 Métodos más utilizados

Existen diversos métodos de valoración de empresas, siendo los dos más utilizados el método de descuento de flujos y la valoración por múltiplos. Como veremos a continuación plantearán una serie de retos debido a la casuística de este tipo de empresas.

El primero método consiste en valorar una empresa por su capacidad de generar flujos de caja libres en el futuro, es decir, valorar una sociedad por los fondos que esperamos que esta genere de su propia actividad: “Una empresa vale lo que es capaz de generar”. De esta forma, estimaremos el comportamiento de la sociedad a X años vista con el objetivo de esclarecer lo que realmente puede llegar a generar la empresa y por lo tanto, cuanto deberíamos pagar por esta.

La forma tradicional de estimar los flujos que es capaz de generar un determinado plan de negocio, es observar como se ha comportado esta empresa en el pasado, y extrapolar dicho comportamiento a X años vista. El problema es que estas empresas de reciente creación no cuentan con unos resultados históricos que permitan este cálculo, y si los tienen, o bien no son representativos de su crecimiento futuro o bien resultan en cifras negativas.

Por ello, resulta fundamental por parte del emprendedor la redacción de un sólido plan de negocio que desarrolle todos los aspectos que se consideran relevantes en el devenir de la empresa. Este deberá tener en cuenta los objetivos comerciales en un periodo determinado de tiempo, la estructura de costes y necesidades financieras de la misma, la tasa de retorno que va a ofrecer al inversor...

Una vez analizado el desarrollo esperado que tendrá la empresa en los próximos años, se realiza una estimación de los retornos de la empresa, su tasa de crecimiento y su valor residual en el último año de la estimación. Todo esto, se descuenta a una tasa que refleje las distintas oportunidades sustitutivas que tiene el inversor en el mercado, donde se refleje el nivel de riesgo-retorno del proyecto. De esta forma, se obtiene la cifra que la empresa es capaz de generar por encima de otras oportunidades de inversión de similares características.

En cuanto al método de valoración por múltiplos, este es de una mayor simplicidad que el descuento de flujos, puesto que consiste en observar como son valoradas empresas similares. Este método puede enfocarse en dos tipos de comparables: observar transacciones que se hayan llevado a cabo en el mercado de similares características y otro método consistente en observar la cotización de empresas comparables que se encuentran actualmente cotizando en el mercado.

Habitualmente, se suele utilizar el método de descuento de flujos de caja puesto que tiene en consideración el estado interno de la empresa y permite así, extrapolar los resultados futuros con una mayor fiabilidad.

Este método se complementa con el de comparables para observar si la desviación entre la valoración que hemos realizado de nuestra *Startup* difiere mucho de otras valoraciones llevadas a cabo en los mercados.

De esta forma podremos determinar cuál es el valor teórico de la compañía, el cual no debemos confundir con el precio de la misma, puesto que este será la cuantía de dinero que pacten ambas partes en el intercambio capital-fondos. Este precio deberá recoger los intereses de ambas partes, tanto el cumplimiento en la captación de fondos por parte de la *Startup*, como la tasa de retorno esperada que retribuya el riesgo asumido por parte del inversor.

Además, un hecho fundamental en el momento de pactar la transacción por parte del emprendedor será mantener la mayor parte de capital societario posible, puesto que resultará clave en futuras rondas de financiación, además de permitirle mantener el control sobre la compañía.

## 4.2 Valoración Pre-money y Post-money

La diferencia entre la valoración *pre-money* y la valoración *post-money* es básicamente la cantidad de capital que entra en la *Startup* procedente de una ronda de financiación. Existen dos valoraciones de la sociedad diferenciadas en estos casos, aquella que se realiza una vez empieza la ronda o *pre-money*, y aquella que se realiza una vez finaliza esta o *post-money*.

Con el objetivo de explicar estos conceptos vamos a utilizar un ejemplo numérico. Suponemos que al realizar la valoración de la compañía por descuento de flujos, descontando los valores que se estima genere el negocio a una tasa de descuento que refleje las distintas oportunidades similares de inversión que existen en el mercado, y una vez corroborado dicho valor comparándolo con operaciones similares llevadas a cabo en el mercado, acordamos que la cantidad que mejor refleja el valor de la compañía son 4 millones de euros. La cantidad de fondos que necesita obtener la empresa en la siguiente ronda de financiación es 1 millón. De esta forma:

$$\text{Valor Pre-money (4m) + Cantidad requerida (1m) = Valor post-money (5m)}$$

Esto implicaría que en caso de encontrar un inversor dispuesto a desembolsar 1 millón de euros, le correspondería un 20% de la compañía. El hecho clave, es que el porcentaje de participación de los nuevos inversores será calculado sobre el valor *Post-money*. Esto es así con el fin de evitar la tan temida dilución, es decir, que los socios fundadores pierdan un porcentaje elevado de participación en la sociedad a medida que avanzan las rondas de financiación.

En ocasiones, las rondas de financiación no finalizan con el importe exacto que se estaba buscando, y pueden resultar siendo superiores o inferiores. En caso de ser superiores, por ejemplo se obtiene una cantidad de 2m, los inversores tomarían un porcentaje sobre la sociedad del 33% (2/6), lo que supondría una mayor dilución frente al 20% anterior (1/5). Es aquí donde los fundadores deben decidir entre capital o dilución.

Ante este dilema, los socios fundadores deberán valorar la necesidad de este dinero adicional, puesto que el precio de este en forma de pérdida de participación puede ser superior al precio que supondrían otros tipos de instrumentos financieros, como la deuda bancaria. Mantener la mayor participación sobre la sociedad es un aspecto clave en futuras rondas de financiación.

Un hecho relevante también es que probablemente, la sociedad aumente su valor más que proporcionalmente ante la entrada de nuevo capital, esto es debido a que la empresa estaría ganando así credibilidad, socios y sobre todo, sería visto por los potenciales inversores como un aspecto positivo, puesto que existen otros inversores dispuestos a compartir el riesgo del proyecto.

## 5. HERRAMIENTAS DE CAPITAL

Como hemos visto, existen dos formas de financiación en una *Startup*, una a través de herramientas de pasivo en las que la sociedad genera una obligación contractual con sus prestatarios por la cual se compromete a devolver una determinada cantidad más unos intereses en un plazo determinado, y otra es a través de la cesión de parte del capital social de la empresa.

El problema en la financiación por medio de estructuras de deuda es el elevado riesgo que desprende el proyecto, lo que dificultará la obtención de fondos. Otro de los inconvenientes de este tipo de financiación es la separación entre inversores o prestamistas y los órganos de gestión o prestatarios.

En el caso de la financiación por medio de capital, aquellos inversores que entregan fondos a la sociedad, tienden a mantener una relación directa con esta, aportando su capital humano, experiencia en algunos casos y participando en la gestión de la misma.

A medida que va creciendo la sociedad, las necesidades de fondos se hacen más notables, por lo que una buena planificación por parte de los socios emprendedores será clave para evitar el efecto dilución, así como la pérdida de poder de gestión.

A continuación veremos cómo se articulan estas herramientas de capital.

### 5.1 Business Angels

Conocidos también como Inversores Ángeles, están compuestos principalmente por inversores individuales y empresarios de éxito que aportan su capital a *Startups* en sus fases más incipientes.

Además de recursos financieros, suelen aportar otro tipo de recursos no financieros como su experiencia en el mundo empresarial, su visión, extensas redes de contactos y en determinados casos, su prestigio. Como característica principal decir que aportan su propio dinero, con el fin de obtener, además de rentabilidades en forma de plusvalías, la satisfacción personal de transmitir su experiencia y conocimiento del sector.

Así pues, en los momentos más incipientes de una sociedad o *Startup*, dónde se necesitan fondos que permitan continuar desarrollando la idea, analizando la viabilidad del negocio, y llevar a cabo una correcta estructuración financiera, la financiación vía inversores Ángeles puede resultar fundamental.

La metodología empleada por este tipo de inversores suele ser la de invertir en proyectos que requieren una cantidad más reducida de fondos que otras formas de inversión en capital que veremos a continuación, aunque con mayor riesgo, el cual

tratarán de diversificar lo máximo posible entrando en diversas empresas al mismo tiempo. Su horizonte temporal será el medio plazo, en contraprestación a otras formas de inversión en forma de capital que tiende a ser más reducidas en tiempo.

Una forma muy habitual de organización por parte de este tipo de inversores son las conocidas como Redes de *Business Angels*, las cuales facilitan la interconexión entre inversores y emprendedores con el fin de llevar a cabo canjes capital-fondos. Además de esta relación puramente financiera, los socios emprendedores podrán tener acceso a redes profesionales o *networking*, así como darse a conocer en los distintos mercados

Pero bien, ¿Cuál es la cuantía con la que estos Inversores Ángeles tienden a entrar en la estructura de capital de las *Startups*?

Según el Informe periódico de AEBAN, Asociación de redes de *Business Angels* de España, realizado en 2017, durante 2016 el 8,4% de los Inversores Ángeles invirtieron una cantidad superior a 500.000€, un 17,6% entró con una cuantía de entre 75 y 100.000€ y un 23,1% con menos de 25.000€. Como vemos, este tipo de inversores acceden en fases muy diferenciadas de la *Startup*. Si bien es cierto que la mayor parte de inversiones invierte cantidades pequeñas, normalmente destinadas a las primeras fases de la empresa.

Fruto del gran riesgo que conlleva invertir en empresas situadas en las primeras fases del ciclo, los Inversores Ángeles tienden a diversificar mucho en sus inversiones, accediendo a tickets de inversión reducidos. Uno de los datos que muestra el gran riesgo que desprenden este tipo de sociedades es el hecho de que 9 de cada 10 *Startups* no superará los 3 años de vida. Tal y como muestra el informe, aquellos inversores con una capacidad financiera superior a 500.000€ invertirán hasta en 15 empresas.

Como se ha mencionado antes, estos inversores no se centran únicamente en aportar soluciones financieras, también aportan otros recursos intangibles como la experiencia. Tal y como se muestra en este informe, aproximadamente el 23% de los inversores se dedican al sector financiero, un 33% al sector de la Tecnología, un 8% a Consultoría...

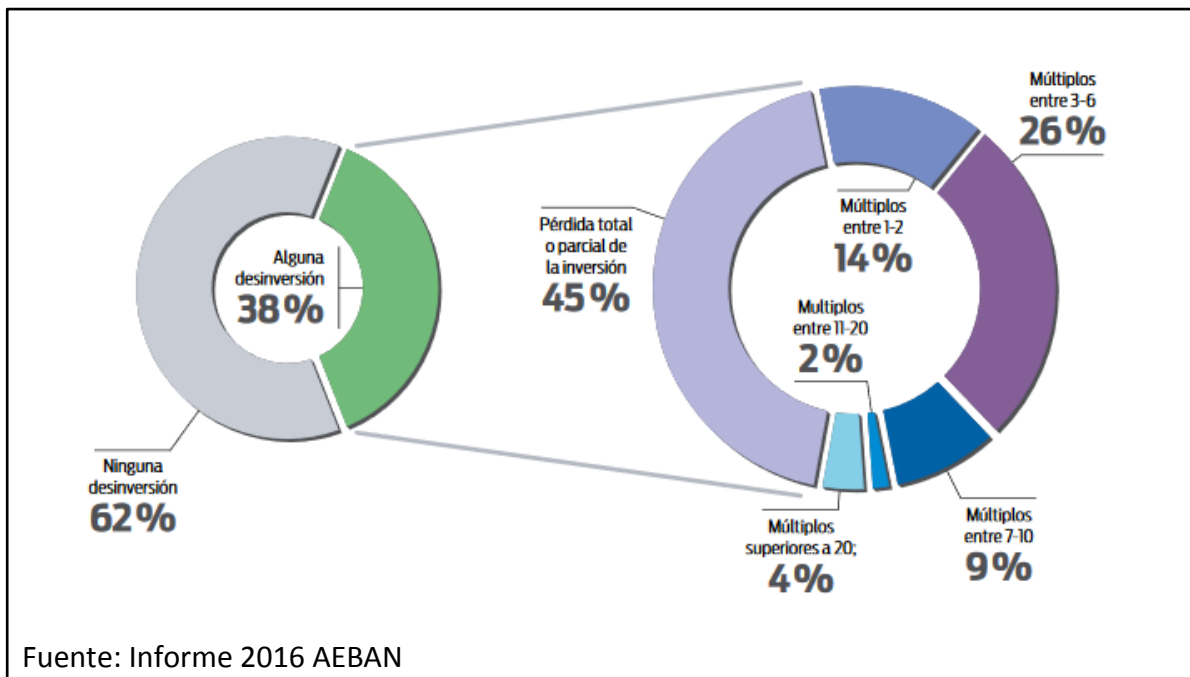
Una de las cuestiones fundamentales a la hora de captar financiación de distintos medios, es ser capaces de evaluar su precio o coste. De igual forma que evaluábamos el coste de la financiación estatal por su tipo de interés aplicable, en el caso de la captación de financiación vía capital es un proceso algo más complejo.

Apoyándonos en el Informe de AEBAN, este lleva a cabo un estudio acerca de los resultados obtenidos por los inversores fruto de sus procesos de desinversión.

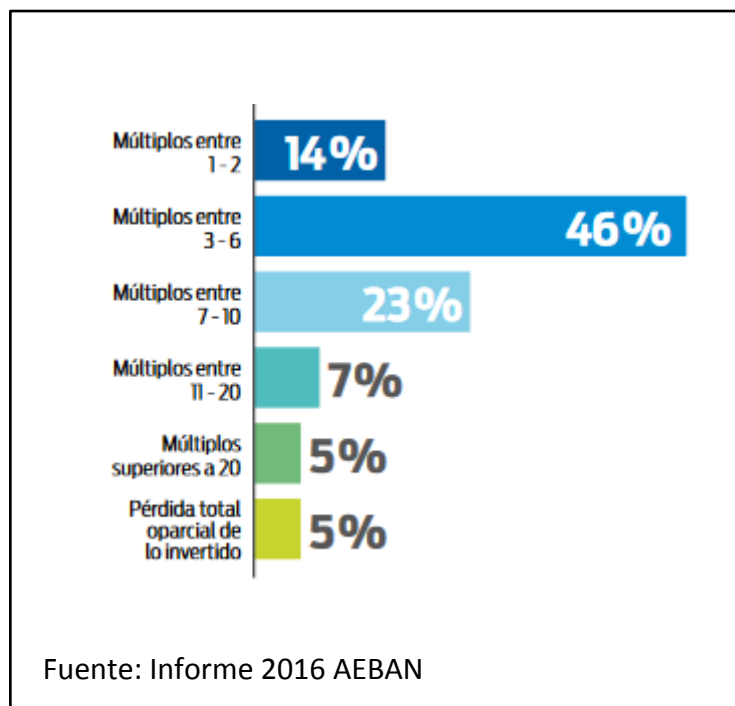
El coste del capital o rendimiento esperado por el accionista/inversor no es un valor exacto, por lo que deberemos utilizar una aproximación a este valor esperado con el fin de hallar la "cifra que tiene el inversor en su cabeza". Para ello, utilizaremos los

resultados del año anterior al estudio como aproximación a la rentabilidad que el inversor espera adquirir este año. En este informe, de 2016, se muestra como el 55% de los inversores que han llevado a cabo un proceso de desinversión, han obtenido múltiplos positivos. Mientras que el 45% restante ha obtenido pérdidas totales o parciales. Aquí se muestra claramente, el alto riesgo que conlleva este tipo de inversión, y su efecto directo en las dificultades con las que se encuentran las *Startups* para financiar sus proyectos empresariales.

El gráfico siguiente muestra el porcentaje de inversores que realizaron alguna desinversión durante 2016, así como el resultado de esta:



Vemos como del 55% de desinversiones con múltiplos positivos, el resultado que predomina está compuesto por múltiplos entre 3-6 veces la inversión. Esto demuestra, que el riesgo acometido por los inversores está altamente remunerado.



Fruto de estos resultados históricos llegamos a la información del anterior gráfico, en el cual se muestran las expectativas de rendimiento que tienen los inversores.

Aunque no sea un concepto exacto, podemos utilizar estas expectativas para determinar el precio de este tipo de financiación, puesto que, de no cumplirse, el inversor procederá a desinvertir en la empresa, empujando hacia abajo el precio de las participaciones, y dificultando futuras rondas de financiación.

## 5.2 Capital Riesgo

El capital riesgo es la principal herramienta de inversión en *Startups*. Consiste en la inversión en empresas no cotizadas, habitualmente de reciente creación, que se encuentran en fases de crecimiento o expansión, y que habitualmente contienen una base innovadora y tecnológica fuerte.

De esta forma, las entidades de capital riesgo invierten en estas por medio de la adquisición de instrumentos de capital como acciones y participaciones, con el objetivo de obtener una plusvalía en un periodo que va aproximadamente de 5 a 7 años, momento en el cual llevan a cabo el proceso de desinversión.

Estas entidades son intermediarios financieros, puesto que no invierten su propio capital si no que por el contrario, adquieren fondos de inversores en el mercado, para posteriormente dirigirlos a este tipo de sociedades.

Este tipo de financiación se presume fundamental para la articulación de las *Startup*, puesto que invierte en sociedades con un nivel elevado de riesgo, sin garantías y con asimetrías en la información.



Una definición interesante del capital riesgo es la que da la *National Venture Capital Association (NVCA)* de EEUU: “dinero facilitado por profesionales que invierten junto con la dirección en empresas jóvenes, de crecimiento rápido y que tienen el potencial para convertirse en empresas generadoras de riqueza”.

El capital riesgo supone así, la primera herramienta de financiación por medio de capital que se lleva a cabo de forma profesional. Al contrario de lo que ocurría con los Inversores Ángeles, las firmas de Capital riesgo suelen invertir en aquellas fases donde el riesgo económico del proyecto es considerablemente menor.

Este tipo de inversión aporta ventajas de gran valor añadido a las *Startups*, puesto que supone ingresos estables a medio y largo plazo a empresas cuya principal característica es su nivel de crecimiento. Además, no requerirá de su devolución como sucedía con aquellas herramientas de pasivo, y esto, aportará una gran flexibilidad a la empresa para poder desarrollar su estrategia de la forma más autónoma posible.

De igual forma que ocurría con las inversiones procedentes de Inversores Ángeles, y debido a que los resultados de las firmas de capital riesgo están ligados al buen desarrollo de la *Startup*, los socios emprendedores cuentan con el apoyo en diversas materias por parte de los inversores, como su experiencia en este tipo de empresas y sectores, redes de contactos...

Y, por supuesto, la principal ventaja de este tipo de financiación es el hecho de que este tipo de entidades prestan fondos a empresas con un riesgo económico muy elevado y sin ningún tipo de garantía.

Como todo, también cuenta con desventajas, como es el hecho de la pérdida de control ocasionada por la transferencia de participaciones a la entidad de Capital riesgo. Este supone uno de los asuntos más delicados cuando hablamos de herramientas de capital.

Las formas de inversión por parte de las firmas de Capital Riesgo son muchas y variadas, habiéndose desarrollado así una determinada terminología en función de la operativa de inversión. Entre ellas encontramos los *Venture Capital* y los *Private Equity*.

### **5.2.1 Venture Capital**

El capital riesgo se divide en dos categorías principalmente, los fondos *Venture Capital* y los de *Private Equity*. Si bien es cierto que ambas invierten en capital o *equity* de compañías con expectativas de crecimiento, existen ciertas características que nos permiten tratarlos de forma diferenciada.

Los *Venture capital*, son los principales responsables de invertir en empresas que se encuentran en las primeras fases del ciclo de vida empresarial. Según estadísticas de

ASCRI, Asociación española de capital, crecimiento e inversión, las entidades de Venture Capital fueron responsables en 2014 del 81% del total invertido en las primeras fases. Con el fin de situar la inversión en estas primeras fases, el 14% de la inversión en esta fase tuvo su origen en fondos públicos y un 5% vino de Business Angels.

Por lo tanto, los VC son la principal solución a la cual tienen acceso aquellos emprendedores que se encuentran en fase de *Startup o Crecimiento*.

En cuanto a la tipología de empresas que más pueden encajar con este tipo de inversiones destaca la inversión en empresas con base tecnológica y un grado de innovación elevado, como pueden ser empresas informáticas, biotecnológicas, etc. Según señala ASCRI, 2009 supuso el punto de inflexión, puesto que fue el primer año en el que la inversión en empresas tecnológicas supero a aquella en formas tradicionales. Desde entonces, la brecha no ha dejado de aumentar llegando a ser hasta 6 veces mayor. Los VC están actualmente asociados a empresas de base innovadora. Esto resulta poco llamativo, puesto que este tipo de industrias suelen incurrir, en caso de éxito, en retornos muy elevados, los cuales podrían servir para compensar el elevado riesgo asumido.

Otra característica que destaca a este tipo de capital riesgo, es el grado de participación con el cual entra en la sociedad. Habitualmente, no buscan adquirir la mayoría de la empresa, es decir cantidades superiores al 50% del capital. Su estrategia está basada en la confianza en el equipo directivo, y en el respaldo a sus cualidades por el medio de financiación. Lo que habitúan a buscar este tipo de fondos es el apoyo en la compañía pero dejando actuar a la misma.

Con el fin de conocer en más detalle cómo funciona la figura del Venture Capital, expongo el ejemplo de Seaya Ventures, uno de los mayores fondos de VC en España. En un artículo en el diario económico Expansión, aprovechando la noticia del cierre de su segundo fondo dotado de 102 millones de euros para invertir en proyectos innovadores con “capacidad para revolucionar el mercado”, se detalla el funcionamiento de esta sociedad de referencia.

Entre sus inversores, se encuentran Inversores institucionales y Family offices en su mayoría, además de fondos de VC europeos y el fondo de capital riesgo estatal promovido por el ICO a través de su firma de capital riesgo, Axis.

La estrategia de inversión de este VC es clara, canalizar los fondos recibidos hacia una cantidad aproximada de 12 *Startups* situadas en las primeras fases del ciclo, y con un máximo de 15 millones de euros en cada una. Las sociedades vulnerables de inversión serían aquellas que aun encontrándose en fases incipientes del proceso, poseen un producto testado y comercializado, y que por lo tanto, requieren de fondos para llevar a cabo una expansión significativa de la empresa. El objetivo del fondo es dotar de

fondos a estos emprendedores con el fin de acompañarles a lo largo de las próximas fases, tratando de mantenerse en la sociedad el máximo periodo posible para posteriormente buscar una salida en forma de desinversión. Esta forma de desinversión, siguiendo su trayectoria, suele ser a través de empresas industriales del sector.

Si bien es verdad que estas sociedades foco de inversión desprenden cierto riesgo, este es considerablemente más reducido que aquellas sociedades situadas en fases más tempranas. Esto permitió al fondo de VC a obtener una rentabilidad extraordinaria en forma de Tasa Interna de Retorno del 61% en su último fondo de 57 millones distribuido en 13 inversiones.

Como vemos, este tipo de fondos invertiría en sociedades en etapas más maduras del ciclo de vida, donde los primeros productos o servicios han demostrado ser viables, y donde existe un interesante potencial futuro. Aquí, la sociedad ya ha obtenido los primeros fondos necesarios para completar un bien o servicio “potencialmente interesante”, incluso llevándolo a comercializar satisfactoriamente, y requiere de socios que aporten conocimiento y sobre todo una cantidad elevada de fondos con el fin de hacer crecer la empresa considerablemente.

Los puntos críticos de este proceso, se enfocarían en lograr una buena valoración de la sociedad con el fin de renunciar a la menor cantidad posible de capital en contraprestación a la mayor cantidad de fondos posibles.

### **5.2.2 Private Equity**

Una vez el equipo emprendedor ha obtenido los primeros fondos para la puesta en marcha de la compañía, ha conseguido materializar su idea, demostrar su viabilidad y comercializarla, empleando los fondos provenientes de *Business Angels* y *Venture Capitals* para lograr un crecimiento significativo que ha acabado por consolidar a la empresa, son muchas las ofertas de adquisición que se le van a plantear a la sociedad.

Es aquí donde aparece la figura de los Private Equity, pertenecientes a la industria del capital riesgo pero las cuales se centran en fases más maduras del proceso que los VC. Estos, al igual que sucedía con los VC, invierten de forma directa en el capital de la sociedad de forma temporal, con el objetivo de permanecer en ella un periodo definido de tiempo que suele ser de entre 5 y 8 años, para posteriormente desinvertir su participación en esta y obtener así una rentabilidad fruto de una posible plusvalía.

El funcionamiento de este tipo de empresas es similar al del VC. Comienzan con la creación de un fondo proveniente del capital de inversores, principalmente institucionales, con el objetivo de invertir temporalmente en el capital de empresas maduras donde se halle un claro potencial en forma de crecimiento. Una de las

características clave de los fondos de PE es la adquisición por medio de deuda o por su terminología en inglés *Leverage Buy out, LBO*. Esta es una forma muy habitual de adquisición de capital en empresas, por el medio de la cual se solicita deuda financiera que se repagará a lo largo del proceso.

Una vez estructurada la estrategia de financiación de la actividad, los fondos de PE tratan de localizar a empresas que encajen con los objetivos del fondo. Estas, por lo general, suelen ser empresas reconocidas dentro de un sector y geografía, con un potencial de crecimiento interesante, y que contenga distintos aspectos susceptibles de mejora, como oportunidades de reducir costes y aumentar la eficiencia. Otro aspecto de gran relevancia, es la existencia de una clara estrategia de salida, es decir, que existan posibilidades de desinversión en el plazo de tiempo determinado por el fondo. Cabe recordar que el objetivo del fondo es obtener una rentabilidad considerable fruto de plusvalías.

Una de las características básicas de este tipo de Capital riesgo, y que lo diferencia de la mayoría de fondos de VC, es el hecho de que a diferencia de los fondos de VC que aportan fondos de compañías en contraprestación de capital con el objetivo de que el equipo gestor de esta los utilice para continuar con su crecimiento, los fondos de PE buscarán obtener cierto control en la toma de decisiones sobre la misma.

Por lo tanto, este tipo de fondos encajaría con aquellas empresas que han logrado superar las distintas fases del ciclo de vida de una *Startup*, y que se encuentran en una situación madura y consolidada.

### **5.2.3 Capital Riesgo Corporativo (CRC)**

Otra herramienta de financiación, englobada dentro de la industria del Capital riesgo, es el Capital Riesgo Corporativo, promovido por instituciones de un tamaño considerable.

En su objetivo de controlar el exceso de liquidez y tratar de mantener una cartera de activos diversificada, al mismo tiempo que se trata de obtener una determinada rentabilidad, las grandes corporaciones acuden al sector del capital riesgo con el fin de invertir en *Startups* con un futuro interesante.

Los fondos de capital riesgo corporativos generan ecosistemas en los que los emprendedores pueden desarrollar sus ideas, validar sus proyectos comerciales y acceder a los activos de estas grandes corporaciones. La empresa en cuestión aporta recursos financieros y no financieros para que estas *Startups*, habitualmente englobadas dentro del mismo sector, puedan sacar el máximo partido de sus ideas.

Lo que motiva a estas grandes corporaciones a entrar en la inversión directa sobre empresas en fase *Startup* o de expansión, es extraer su *Know-how*, obtener cierta rentabilidad fruto de plusvalías o incluso incorporarlas a su tejido empresarial.

Otra de las ventajas por parte de la corporación es el hecho de externalizar sus actividades en Innovación y Desarrollo, que en caso de ser desarrolladas internamente, resultarían muy costosas. Así, cubren ciertas posibilidades de innovación mediante la participación en empresas de reciente creación y con una base innovadora y científica que se complementen con la matriz y les permitan cubrir este gap en la innovación. De esta forma, este riesgo económico de llevar a cabo las distintas innovaciones no será, por lo tanto, asumido en su totalidad por la corporación.

Por parte de la *Startup*, existen también una gran cantidad de ventajas estratégicas. En una entrevista llevada a cabo por Expansión a Alejandro Costa, CEO de C&G, cuenta su experiencia en este ámbito: *“Conseguimos entrar en un espacio de coworking de Open Future, una red de lugares de trabajo que Telefónica pone a disposición de algunos emprendedores en distintas ciudades. Tras unos meses trabajando allí, nos ofrecieron pasar por Wayra, su programa de aceleración de Startup en Madrid. En 2016, la compañía tecnológica entró en nuestro capital”*.

De esta forma, la *Startup* recibiría un apoyo no financiero de incalculable valor, desde mentores puestos a disposición por parte de estas grandes corporaciones con el objetivo de profesionalizar a las empresas de reciente creación, hasta el establecimiento de relaciones con socios de elevado prestigio que pueden suponer la diferencia en cuanto a estrategia comercial se refiere.

## 6. FUNDING THE GAP O EQUITY GAP

Al hablar de la problemática en la financiación de empresas de base innovadora y de nueva creación es imposible evitar hablar del *Funding gap* o *Equity gap*, lo que podría ser traducido al español como “hueco de financiación o de capital”.

Este hace referencia a la dificultad existente a la hora de financiar ciertas fases del ciclo de una *Startup*. Esto supone una ineficiencia, debido a que como hemos visto, supone un impedimento al emprendimiento con las externalidades positivas que este genera en la economía y sociedad.

Si bien existen ciertos retos y dificultades de financiación en todas las fases del proceso, desde encontrar los primeros fondos para desarrollar el proyecto de viabilidad de la empresa hasta desarrollar una estructura financiera lo suficientemente sólida para consolidar la sociedad, el *Equity gap* es más visible en las fases más incipientes del proceso, en aquellas en las que el riesgo desprendido por el proyecto es considerablemente superior.

El inversor, tanto institucional como particular, es *risk averse*, es decir, siente cierta aversión al riesgo. Si bien el retorno que puede llegar a obtener es muy elevado, no considera oportuno acometer dicho riesgo. Por ello, tiende a invertir en fases más avanzadas donde se elimine cierta incertidumbre que rodea al proyecto y a la materialización de la idea, creando así, una distancia considerable entre la cantidad de fondos que requieren ciertas sociedades situadas en estas fases y la cantidad de fondos que buscan colocar dichos inversores.

Debido a la contracción del crédito que sucedió a la gran crisis financiera de 2007, este hueco se ha agrandado más si cabe. Los bancos, financiadores tradicionales de este tipo de inversiones, han endurecido sus condiciones.

Por ello, y debido a la importancia que tiene el emprendimiento en la sociedad, el gobierno trata de aportar soluciones a esta brecha por medio de distintas vías. Una de ellas, y quizás la más relevante, es a través de la inversión directa en *Startups* por medio de distintas herramientas de financiación ya tratadas en este proyecto. Sin embargo, existen otras medidas alternativas que se podrían utilizar para combatir el problema, como por ejemplo la aportación de garantías con el fin de permitir a las sociedades nacientes la financiación bancaria tradicional, incentivos fiscales a aquellas sociedades o inversores que destinen parte de sus ahorros a la financiación de este tipo de proyectos, etc.

Otra de las medidas más utilizadas son las provenientes de Business Angels. Estos, pueden financiar empresas con un elevado riesgo en fases incipientes a través de distintas medidas, como por ejemplo el “apadrinamiento” por parte de empresarios de

éxito de ciertas *Startups* afines, la creación de espacios dentro de la estrategia de ciertas corporaciones con el fin de aportar fondos y experiencia a estos emprendedores, la utilización de finanzas colaborativas por medio del ya mencionado crowdfunding, etc.

Si bien resulta sencillo de entender la razón por la que la mayor parte de inversores no están interesados en invertir en sociedades situadas en fases “*seed*” o semilla, esto resulta en una gran ineficiencia económica la cual requiere del apoyo del gobierno, empresarios y ciudadanía en general.

## 7. CONCLUSIONES

Una vez revisada la información obtenida por los distintos medios a disposición, y una vez plasmada a lo largo del proyecto de investigación, llegamos al punto que, bajo mi punto de vista, mayor relevancia tiene a la hora de cumplir con el objetivo de aportar algún tipo de ayuda a aquellos emprendedores necesitados de financiación.

Para ello, en los próximos párrafos detallaré todo el recorrido que, bajo un punto de vista generalista, lleva a cabo una *Startup* enfocando nuestra atención en lo referente a financiación.

En la fase más incipiente de una empresa, el emprendedor visualiza una idea de negocio, y tras una serie de análisis de viabilidad comercial, técnica, económica... decide llevar a cabo la aventura de estructurar una sociedad.

Para ello, requiere de una serie de fondos. Esta necesidad de ahorros propios o ajenos para su posterior inversión en una idea de negocio, será reducida y podrá ser financiada bajo herramientas de poca complejidad. Estas herramientas, en su mayor parte, no serán plasmadas en el balance de la sociedad. Las principales herramientas que tienen a su disposición los emprendedores situados en esta fase vendrán de las conocidas como 4F's, consistentes en ahorros propios, ahorros de familias y amigos o ahorros provenientes de personas que confían en el proyecto, a pesar de su riesgo. Esta forma de financiación ha sido englobada dentro de las herramientas de pasivo, debido a que, probablemente, aquellas personas que prestan a la potencial sociedad sus ahorros, busquen recuperar estos fondos.

La principal ventaja para la sociedad al acudir a este tipo de financiación, es la flexibilidad que esta supone, dado que los prestamistas de la *Startup*, pese a ser ajenos, mantienen cierta relación con el emprendedor y conocen del riesgo del proyecto de primera mano.

Otra opción, en caso de no poder contar con esta forma de financiación, sería acudir a plataformas de financiación colaborativa. Estas, formadas por el *Crowdfunding* y *Crowdlending*, suponen también, una forma flexible de financiación. A través del *Crowdfunding* el emprendedor acude a financiación por parte de inversores con una alta conciencia colaborativa, puesto que ceden sus fondos de una forma mayoritariamente desinteresada, con el objetivo de apoyar el emprendimiento y, en caso de éxito, participar de él a través de una serie de recompensas, mayoritariamente no financieras.

El *Crowdlending*, supone un forma de financiación ajena similar a la bancaria, aunque con menor coste y mayor disponibilidad, que puede ser utilizada aun suponiendo una menor flexibilidad que los dos métodos anteriores, debido a la obligación contractual a devolver la cantidad de fondos dispuestos. Sí supone una ventaja con respecto a la financiación bancaria, debido a que no se requiere la aportación de garantías personales.

Con estos fondos, la sociedad ya puede contar una estructura de capital y una liquidez necesaria para acometer los primeros pasos del proyecto, caracterizado por la ausencia de flujos generados por la propia empresa.

Es aquí donde se complica considerablemente la obtención de la financiación necesaria. Esto es debido a que las necesidades de capital se incrementan exponencialmente. Si en la primera fase las necesidades de fondos estaban centradas en testear la viabilidad del proyecto, constituir la sociedad y contar con un cierto colchón de liquidez, ahora la sociedad va a requerir fondos necesarios para ejecutar el proyecto empresarial.

Estas necesidades de fondos pueden oscilar en rangos inmensos en función de la tipología del proyecto. En caso de no ser una sociedad con necesidades de capital muy elevadas, aparecen una serie de herramientas que pueden cubrir estas necesidades.

En primer lugar, y pese a no ser la herramienta más utilizada por estos emprendedores, encontramos la financiación pública. En concreto, nos centramos en aquella financiación que no exige garantías. Esta, a pesar de financiar con un reducido riesgo y unas condiciones económicas interesantes, exige financiar bajo el principio de “solidaridad”, esto es, que la cantidad de fondos aportados por el financiador público sea al menos igual a la cantidad de fondos aportados por el emprendedor. Por lo tanto, la sociedad requerirá de una estructura financiera sólida y suficiente.

Otra forma de financiar esta fase es a través de préstamos bancarios. Estos, requerirán de una cantidad mínima de fondos disponibles, así como aportar alguna garantía suficiente. Esta supone la solución tradicional de financiación.

Pero, en esta fase, predomina la financiación por medio de Inversores Ángeles. Esta solución supone, sin duda, la mejor opción a la hora de financiar este estadio. Estos, invertirán en la sociedad habitualmente a través del capital de esta, aportando recursos



financieros que no serán exigibles. Se consideran “ángeles” debido a que financian empresas situadas en fases donde el riesgo de fracaso es muy elevado. Existen muchas formas de Inversor Ángel, desde empresarios concienciados con el emprendimiento, hasta redes de inversores ángeles donde diversos inversores mayoritariamente no profesionales, invierten sus ahorros en proyectos empresariales que a su parecer, resultan interesantes, asumiendo el elevado riesgo de estos.

La principal ventaja de este tipo de obtención de fondos, es la no exigibilidad de estos, la flexibilidad que esto aporta a la sociedad, así como el acceso a otros recursos como la experiencia, *Know-how*, y contactos que aportan este tipo de inversores. Sin embargo, al contrario que la financiación por medio del pasivo ya mencionada, supone la pérdida de parte del capital de la sociedad, que en caso de éxito, tendrá una revalorización considerablemente mayor. Una correcta valoración de la sociedad resultará clave en esta fase.

La empresa ha utilizado estos fondos para continuar creciendo, probablemente ya es capaz de obtener fondos por medio de la comercialización de su idea de negocio. Sin embargo, necesita crecer con el fin de consolidar a la empresa en su sector de referencia.

Si bien es cierto que la empresa requiere de cantidades elevadas de fondos, el riesgo que desprende es mucho menor. La empresa ya es capaz, salvo en algunos casos, de generar beneficios recurrentes, que permiten financiar la estructura y continuar creciendo. Sin embargo, probablemente busque crecer a un ritmo más elevado.

Es aquí donde entran los fondos de Capital Riesgo. Estos, que recibirán distintas nomenclaturas en función de la fase que financien, aportarán fondos a la sociedad en contraprestación a un número determinado de participaciones en la sociedad. Aquí, el emprendedor puede renunciar al control de la sociedad, viendo esta fase como idónea para llevar a cabo una desinversión y obtener fondos propios fruto de su esfuerzo en esta, o puede vender participaciones minoritarias a cambio de fondos que le permitan continuar expandiendo la sociedad.

Cómo hemos visto, cada forma de financiación se adecua a una fase concreta. Y, además, cada forma de financiación tiene una serie de ventajas e inconvenientes que deberán ser valorados por el equipo directivo. La elección de cada una de las formas de financiación será crucial en el correcto devenir de la empresa, así como en la optimización de la estructura financiera de la misma.

Si bien puede parecer sencilla la articulación de una correcta y suficiente estructura financiera en cada una de las fases, la realidad muestra que esto está lejos de ser así. La realidad muestra como uno de los mayores retos a la hora de emprender, y hacer crecer una empresa, es la obtención de fondos suficientes.

Esto último ha supuesto mi principal motivación a la hora de desarrollar este proyecto.

Resulta evidente la importancia que sobre la sociedad tienen el emprendimiento y la creación de valor por medio de la formación de nuevas empresas. Este, además de mejorar el bienestar social a través de nuevos bienes y servicios, genera una serie de elementos que repercuten directamente en la economía y sociedad en general. Su principal efecto es sobre el crecimiento económico, este se ve impulsado por la creación de nuevas empresas y negocios, que generarán empleo de una forma directa y proporcional.

Es por ello, que se requiere el desarrollo de una conciencia social que apoye el emprendimiento y vea la importancia que este tiene sobre la sociedad en general. Esta conciencia debe ser construida bajo los pilares de un sistema educativo que canalice parte de los esfuerzos en esta materia, hacia el emprendimiento y no únicamente hacia el trabajo por cuenta ajena.

Otro de los elementos que podría impulsar este cambio en la mentalidad social, es el desarrollo de mejores plataformas de inversión en empresas de base innovadora, generalizando este tipo de inversiones, facilitando el acceso a estas y generando un incremento notable en la cantidad de fondos destinados al emprendimiento.

Si bien es verdad que los últimos gobiernos han ayudado a impulsar el emprendimiento por medio de una serie de medidas, como la creación de diversos fondos de financiación a empresas de este tipo, considero que puede ser crucial una ayuda extra por su parte para lograr este cambio. Las medidas propuestas por mi parte serían aquellas que incentivasen a grandes corporaciones y rentas a invertir en este tipo de sociedades, por medio de incentivos fiscales y de otras clases. Resultará fundamental la detección de buenos proyectos puesto que de lo contrario, una sobrefinanciación podría resultar contraproducente.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

**Autor desconocido. (2013). Funding the future. Access to finance for entrepreneurs in the G20.**

[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY\\_G20\\_-\\_Funding\\_the\\_future:/%24FILE/EY-g20-Funding-the-future.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_G20_-_Funding_the_future:/%24FILE/EY-g20-Funding-the-future.pdf)

**Autor desconocido. Teoría del crecimiento endógeno.**

[<http://files.pucp.edu.pe/departamento/economia/LDE-2011-01-08.pdf>]

**Aernoudt, Rudy. San José, Amparo. (2003). Capital riesgo corporativo, dinero inteligente.**

[<http://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=290&ar=9&idioma=1>]

**Barthel, Dominique. Alférez, Ángela. (2014). Informe ASCRI sobre Venture Capital & Private Equity activity in Spain.**

[<https://www.ascric.org/wp-content/uploads/2015/05/Informe-ASCRI-2014.pdf>]

**Carrasco, Inmaculada. Castaño, M.ª Soledad. (2008). El emprendedor schumpeteriano y el contexto social.**

[[http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE\\_845\\_121134\\_\\_F6565B36FDFD765A932BB8BEEE9AAB41.pdf](http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_845_121134__F6565B36FDFD765A932BB8BEEE9AAB41.pdf)]

**Christofidis, C. Debande. O (2001). Financing Innovative firms through Venure Capital.**

[<http://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf>]

**Ferrando, Eduardo. (2015). El papel de las empresas de capital riesgo en el desarrollo de las Startups.**

[[file:///C:/Users/x267778/Downloads/retrieve%20\(4\).pdf](file:///C:/Users/x267778/Downloads/retrieve%20(4).pdf)]

**Galisteo, Alejandro. (2018). Impulse su "Startup" de la mano de una gran empresa.**

[<http://www.expansion.com/pymes/2018/06/25/5b2d0af7e2704ebf988b45a1.html>]

**González, Angel. Ramos, Javier. (2016). Informe anual del crowdfunding en España. Universo Crowdfunding.**

[[https://www.universocrowdfunding.com/wp-content/uploads/UC\\_Informe-AnualCF\\_en-Espa%C3%B1a-2016\\_def.pdf](https://www.universocrowdfunding.com/wp-content/uploads/UC_Informe-AnualCF_en-Espa%C3%B1a-2016_def.pdf)]

**López Díez, Julio. (2015). Modelos de crecimiento endógeno, modelo AK.**

[<https://www.youtube.com/watch?v=e4GsRL4s7-4>]

**López Díez, Julio. (2015).** *El modelo de Solow y Swan, Ecuación Fundamental de crecimiento.*

[<https://www.youtube.com/watch?v=p82KKb1qUQ0>]

**Morettini, M. (2009).** *El modelo de crecimiento de Solow.*

[<http://nulan.mdp.edu.ar/1854/1/01466.pdf>]

**Mortan, Oscar. Santandreu, Cristina. Canós, Lourdes. Millet, José.** *Valencia Startup ecosystem: una aproximación al ecosistema emprendedor de valencia y sus características frente a los rankings internacionales.*

[<http://www.mincotur.gob.es/Publicaciones/Publicacionesperiodicas/EconomiaIndustrial/RevistaEconomiaindustrial/404/MORANT,%20SANTANDREU,%20CAN%20C3%93S%20Y%20MILLET.pdf>]

**Pastor, Alfred. (2013).** *Joseph Schumpeter-cicle clàssics del pensament modern.*

[<https://www.youtube.com/watch?v=lmOPe7O7Ck0>]

**Ponce de León, M. (2018).** *Seaya Ventures capta 100 millones para reforzar su apuesta por la innovación española.*

[<http://www.expansion.com/empresas/2018/07/04/5b3bd43e22601dc72e8b45a1.html>]

**Portillo, Juande. (2018).** *¿Cómo invertir o financiarse en el “crowdfunding”?*

[[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/05/17/midinero/1526575990\\_668085.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/05/17/midinero/1526575990_668085.html)]

**Roure, Juan. De San José, Amparo. (2017).** *Informe Business Angels AEBAN 2017.*

[file:///C:/Users/x267778/Downloads/ST-0439%20(2).pdf]

**Seco, Maite. (2008).** *Capital riesgo y financiación de pymes.*

[file:///C:/Users/x267778/Downloads/EOI%20(2).pdf]