



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES  
ICAICA

# **STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA**

Autor: Mónica Olmos García  
Director: Rafael Muñoz Orcera

Madrid  
Abril 2014

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

### Resumen

Esta investigación se centra en estudiar las opciones de financiación alternativa que existen para las *startups*, analizándolas y efectuando una recomendación respecto a cuándo es más adecuado recurrir a cada una. También analiza la situación y el grado de desarrollo de cada una de las opciones en España y pretende servir de guía a futuros emprendedores como primera aproximación al terreno de la financiación.

Palabras clave: *startup*, emprendedor, financiación, *business angel*, incubadora, *venture capital*, *private equity*, capital riesgo, *crowdfunding*, recomendación.

### Abstract

*This paper studies the different options of alternative financing for startups, analyzing them in depth and making a recommendation with regards to when it is adequate to use each of them. It also analyzes the current situation and development of each alternative in Spain, and it aims to be used as a guide to the first approach to startup financing for future entrepreneurs.*

Key Words: *startup*, entrepreneur, financing, *business angel*, incubator, *venture capital*, *private equity*, *crowdfunding*, recommendation.

ÍNDICE

CAPÍTULO 1.....	4
1. Planteamiento del tema y justificación.....	4
2. Objetivos.....	5
3. Metodología y diseño de la investigación.....	6
4. Estructura del trabajo.....	7
CAPÍTULO 2.....	8
1. Marco conceptual.....	8
a. Definición de conceptos.....	8
b. Revisión de la literatura.....	10
CAPÍTULO 3.....	15
1. Investigación y análisis.....	15
a. Las 4 Fs: <i>Founders, Family, Friends &amp; Fools</i> .....	28
b. Ángeles inversores o <i>business angels</i> .....	29
c. Aceleradoras e incubadoras de <i>startups</i> .....	35
d. <i>Private equity</i> y <i>venture capital</i> o capital riesgo.....	39
e. <i>Crowdfunding</i> .....	42
f. Préstamos participativos o convertibles.....	44
g. <i>Family offices</i> .....	45
h. Otros aspectos.....	46
i. El Gobierno.....	47
CAPÍTULO 4.....	49
1. Conclusiones.....	49
BIBLIOGRAFÍA.....	60
ANEXOS.....	66

## CAPÍTULO 1

### 1. PLANTEAMIENTO DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN

Esta investigación se centrará en analizar las vías de financiación alternativa que existen para las *startups* y en cómo pueden acceder a ellas estas pequeñas empresas.

Las dificultades de financiación y de acceso a capital son uno de los principales problemas a los que se enfrentan los emprendedores hoy en día a la hora de empezar su negocio, y dada la importancia del emprendimiento para el crecimiento económico, se trata de un problema al que hay que prestar atención, ya que estas dificultades impiden a emprendedores con potencial y buenas ideas el acceso al mercado.

La idea de este trabajo surge del problema que hay actualmente en España de acceso al crédito y a la financiación tradicional, especialmente para este tipo de empresas, *startups* y PYMES (Pequeñas y Medianas Empresas) que necesitan capital para lanzarse o llevan pocos años en funcionamiento y tienen pocos recursos, tamaño pequeño y no pueden ofrecer tantas garantías. La dificultad de acceder a los mercados de capitales tradicionales hace que surja la necesidad de buscar vías alternativas para financiarse.

Como se ha dicho antes, las dificultades de financiación han sido uno de los principales problemas a los que se han enfrentado los emprendedores desde siempre, pero en los últimos años y a raíz de la crisis económica, éstas se han hecho más grandes. Esto es un grave problema, especialmente porque está enmarcado en un entorno económico difícil en el que es especialmente importante fomentar todas las actividades que contribuyan a que las economías, en especial la española, vuelvan a crecer. Esta situación, unida a la importancia del emprendimiento, la creación de nuevas empresas y la innovación para el crecimiento económico de un país, ha sido lo que me ha empujado a investigar sobre las distintas posibilidades que existen para que estas pequeñas empresas puedan salir a delante.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Esta investigación está enmarcada en España porque, aunque la dificultad de acceso al crédito afecta a las pequeñas empresas en todo el mundo, en nuestro país es especialmente grave por varias causas, entre las que se encuentran por un lado la situación económica actual, en especial la del sector financiero, que hace que el acceso a la financiación tradicional (créditos bancarios) sea escasa y por otro lado el poco conocimiento o tradición de algunas de las opciones alternativas que existen para financiarse, tan habituales en otros países como Estados Unidos. Por eso me gustaría contribuir a que se conozcan estas alternativas y a que los emprendedores españoles se familiaricen con estas prácticas que son tan habituales en otros países.

Esta dificultad de acceso al capital unida a otros factores hace que en España el emprendimiento sea menor que en otros países. Algunos de estos factores son el perfil conservador o de aversión al riesgo de la población española y la falta de tradición en el sector de *Venture Capital* y en otros sectores en los que es muy común la aparición de *startups*, como el tecnológico, ya que en España los sectores más desarrollados son el de servicios, el de gran consumo, la agricultura, la construcción y el manufacturero en especial de productos textiles.

Sin embargo, fomentar el conocimiento de otras vías de financiación quizá no tan conocidas ni utilizadas en España, y de las iniciativas que se llevan a cabo en este sector del desarrollo de pequeñas empresas, puede ayudar a aumentar el nivel de emprendimiento en España, lo que contribuiría al crecimiento económico.

Me ha parecido importante enfocar esta investigación en las *startups*, porque si una empresa no dispone del capital necesario en sus primeras fases para poder desarrollarse bien y crecer, nunca llegará a ser una gran empresa.

## 2. OBJETIVOS

Los objetivos de este trabajo son:

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

En primer lugar, estudiar y valorar las opciones de financiación alternativa que tienen las *startups*.

En segundo lugar, analizar los aspectos positivos y negativos de cada una y efectuar una recomendación respecto a las circunstancias en las que es más adecuado recurrir a una o a otra. También analizar la presencia de cada una de estas alternativas en España.

Por último, este trabajo busca servir de guía a futuros emprendedores como primera aproximación al terreno de la financiación, para evaluar las opciones que existen además del crédito bancario y cómo y cuándo utilizarlas.

### 3. METODOLOGÍA Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

Para desarrollar la investigación en primer lugar se ha realizado una revisión de la literatura escrita en los últimos diez años sobre este tema, explicada más detalladamente en el capítulo dos. Con esta revisión se pretende mencionar en líneas generales lo que se ha estudiado en cuanto a financiación de *startups* y PYMES y presentar el panorama de este sector en España en los últimos años, además de enmarcar este trabajo de investigación respecto a lo que ya se conoce del tema.

Esta revisión incluye artículos, tesis doctorales, trabajos de investigación de organismos como la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) y de varias universidades españolas, inglesas y americanas además de libros publicados en España.

Para acceder a estos documentos se han utilizado bases de datos y catálogos como *Rebiun* (Red de Bibliotecas Universitarias), *Refworks* y EBSCO, limitando la búsqueda a lo publicado en los últimos diez años y utilizando palabras clave entre las que destacan “capital riesgo”, “*venture capital*”, “emprendimiento”, “*entrepreneurship*”, “financiación” y “*startups*”.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Varios de los documentos estudiados hablan del emprendimiento y la financiación de *startups* a nivel global o en otros países. Sin embargo, como se ha explicado anteriormente esta investigación se enmarca en España. Ha sido de gran utilidad poder utilizar estudios sobre otros países para poder enmarcar a España en el panorama global de la financiación de pequeñas nuevas empresas y para observar que aún le queda mucho camino por recorrer en este terreno.

Una vez revisado lo escrito sobre el tema, se ha realizado una investigación tanto de las distintas alternativas de financiación que existen como de su situación y uso en España. Para ello se han utilizado de nuevo las bases de datos mencionados anteriormente incluyendo además de las palabras clave ya descritas otras como “aceleradoras de *startups*”, “incubadoras de *startups*”, “*Wyrd*”, “*crowdfunding*” y “*business angel*”.

También han sido realizadas varias entrevistas en profundidad a expertos, entre los que se encuentran un emprendedor que ha creado una empresa con base tecnológica hace poco más de un año, el CEO de una de las principales incubadoras de *startups* en nuestro país y la presidenta durante 2011 y 2012 de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.

### 4. ESTRUCTURA DEL TRABAJO

Este trabajo de investigación está estructurado en cuatro capítulos. El capítulo uno incluye el planteamiento del tema y su justificación, así como los objetivos y la metodología de la investigación.

El capítulo dos coincide con el marco conceptual, que incluye en primer lugar la definición de algunos conceptos que pueden dar lugar a error y en segundo lugar una revisión bibliográfica de la literatura ya escrita sobre el tema, que nos ayudará a enmarcar esta investigación en su contexto.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

En el capítulo tres se incluye la investigación en sí, el diseño metodológico y el análisis del mismo. Por último en el capítulo cuatro se incluyen las conclusiones de la investigación así como las recomendaciones sobre cada forma de financiación, además de posibles futuras líneas de investigación.

## CAPÍTULO 2

### 1. MARCO CONCEPTUAL

#### ○ Definición de conceptos

Antes de empezar con la investigación en sí, se definirán algunos términos que es importante conocer para entender el trabajo, y se aclararán otros conceptos que puedan dar lugar a error.

Definición de *startup*: Una *startup* es una pequeña empresa (PYME), normalmente asociada a la innovación, al desarrollo de tecnologías y al mundo digital, que se encuentra en sus primeras fases (de ahí el término *start up*, que viene del inglés “poner en marcha”).

Una *startup* puede ser desde una idea de negocio que está siendo desarrollada por un equipo que de momento sólo tiene un prototipo, hasta una empresa pequeña y de lanzamiento reciente pero que ya tiene facturación. Los socios fundadores suelen ser un grupo pequeño de jóvenes emprendedores (normalmente alrededor de tres) y se basa en los conocimientos de éstos para desarrollar su modelo. La principal característica que define a una *startup* es su gran potencial de rápido crecimiento y escalabilidad.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Definición y diferencia entre *Private Equity* y *Venture Capital*: La *European Venture Capital Association* (EVCA) define la actividad de ***Private Equity*** como una forma de inversión de capital privado en compañías que no cotizan en mercados organizados, y que busca crear valor a lo largo de los años en las empresas en las que invierte.

EVCA define la actividad de ***Venture Capital* o *Capital Riesgo*** como un tipo de *Private Equity* que se centra en *startups*, siendo común que estos fondos financien a emprendedores que tan solo tienen la idea de negocio.

Conceptos de financiación tradicional y alternativa: A menudo en este trabajo se habla de **financiación tradicional** y **financiación alternativa**. Cuando utilizamos estos términos, entendemos por financiación tradicional el préstamo bancario, que es la forma más común hoy en día de obtener fondos para diferentes propósitos. Al hablar de financiación alternativa nos referimos a cualquier forma de obtener capital que no sea a través de un crédito bancario. Tampoco se incluyen dentro de financiación alternativa las salidas a bolsa ni la emisión de bonos, que son formas muy comunes y conocidas para financiar empresas, pero no las mencionamos en esta investigación porque sólo son aptas para empresas de gran tamaño y capital, por lo que están fuera del alcance de las startups. Todos los métodos de financiación que exponemos en el capítulo tres entran dentro de la categoría de financiación alternativa, que es el objeto de estudio de esta investigación.

Definición de *Pitch*: En algunos apartados de este trabajo, en particular en los capítulos tres y cuatro, hablamos del "***pitch***". Un *pitch* es la presentación oral de su proyecto que hace el emprendedor a los inversores para persuadirles de que inviertan en él. Se apoya en herramientas como una presentación en *power point* o similar y un prototipo del producto que estás presentando. Más adelante profundizaremos en las partes de las que se compone un buen pitch, pero hay que destacar su importancia ya que es la primera herramienta que tiene el emprendedor para vender su proyecto aún cuando éste no está desarrollado.

EVCA: *European Venture Capital Association*.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

ASCRI: Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.

VC: Abreviatura para el término *Venture Capital*, muy utilizada.

Bootstrapping: Según el Libro Blanco de la Iniciativa Emprendedora en España, de ESADE, el término *bootstrapping* se refiere a una “combinación ideal de formas alternativas de financiación que satisfacen la necesidad de recursos, sin depender de la financiación externa a largo plazo, y minimizando el porcentaje de deudas de préstamos bancarios y la participación en la empresa de los inversores (Winborg y Landstrom, 2001)”.

### ○ **Revisión de la literatura**

La literatura escrita sobre este tema se ha centrado en analizar diferentes dimensiones del mundo del emprendimiento y su financiación.

Al realizar esta revisión hemos constatado que los temas sobre los que más se ha escrito han sido:

#### i) **Emprendimiento y capital riesgo en España**

Por un lado el emprendimiento como concepto, su importancia para el crecimiento económico, el emprendimiento en particular en España, tipos de emprendimiento, cómo fomentarlo, la figura del emprendedor y sus características y los colectivos específicos que son más propensos a este tipo de actividad. También sobre el impacto de la situación macroeconómica actual en el nivel de emprendimiento, y sobre la situación del negocio de capital riesgo en España y cómo ha aumentado en los últimos años. Al estudiar la situación del capital riesgo en España se ha llegado a las siguientes conclusiones:

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

En cuanto a las tendencias de esta actividad en España, se ha llegado a la conclusión de que está muy enfocada a empresas en fase de expansión, que ya han dado sus primeros pasos y por lo tanto se rodean de un ambiente de menor incertidumbre; además las inversiones se centran en sectores más tradicionales, siendo muy pequeña tanto en capital como en número de operaciones la inversión en *startups* y empresas en sus primeras fases, especialmente tecnológicas. En 2001, más del 80% de las operaciones de este tipo realizadas en España superaban los 4.4 millones de euros [Tejada, R. (2003) Venture Capital Policy Review: Spain. OECD Science, Technology and Industrial Working Papers, 2003/18, OECD Publishing], lo que es un buen ejemplo de las tendencias recientemente explicadas.

Esta tendencia se debe principalmente a la cultura conservadora que existe en España respecto a las inversiones y también a la estructura del tejido empresarial español, que se caracteriza en un 99,8% por PYMES (más bien de tamaño mediano) en sectores tradicionales como el de servicios, la construcción, el de gran consumo, la agricultura y el sector manufacturero en especial de productos textiles.

También se ha visto que recientemente se está desarrollando un mayor interés por invertir en empresas con base tecnológica, pero llega con mucho retraso en comparación con otros países como Estados Unidos, Reino Unido o India. Todavía queda un largo camino ya que España tiene unos niveles de comercio electrónico, suscripciones a internet e inversiones tecnológicas menores que muchos países de la OCDE, aunque en los últimos años este sector ha avanzado mucho.

Respecto a las zonas geográficas con mayor actividad tanto emprendedora como de *venture capital*, destacan la Comunidad de Madrid y Cataluña, donde encontramos lo que podríamos llamar pequeños “*clusters*” de empresas que fomentan este tipo de actividad, desde financiación hasta orientación en distintos campos para los emprendedores.

En cuanto a las fuentes de financiación comunes en España para este tipo de proyectos, tenemos en primer lugar a los bancos (a través de créditos) y en segundo

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

lugar a los inversores corporativos. Los inversores institucionales como fondos de pensiones y compañías de seguros participan en una proporción muy pequeña, y por último está el gobierno, cuya participación está decreciendo en los últimos años. La financiación extranjera tiene un lugar muy importante en el mercado español de capital riesgo, especialmente en los últimos meses (finales de 2013) en los que la entrada de capital extranjero en España está siendo mayor y remontando por fin tras unos años a la baja. Esta financiación viene principalmente de países de la Unión Europea, destacando Reino Unido, y también de Estados Unidos. En los últimos diez años varios fondos extranjeros de *private equity* y capital riesgo, entre ellos dos de los más grandes, KKR y Blackstone, han establecido filiales en España, lo que ha contribuido al crecimiento del sector y al aumento de esta actividad.

Después de este análisis tanto en esta investigación como otros autores llegamos a la conclusión de que es necesario diversificar el perfil de nuevas empresas que se financian en nuestro país.

Por otro lado también se han estudiado en profundidad la regulación de este sector, los incentivos y programas que fomentan tanto el emprendimiento como la financiación de este tipo de proyectos.

### ii) Dificultades de financiación y emprendimiento

Como la dificultad para conseguir financiación es uno de los principales problemas a los que se enfrentan los emprendedores, si no el principal, gran parte de lo que se ha escrito sobre este tema se centra en analizar esas dificultades, sus causas y consecuencias y como afecta la mayor o menor facilidad de acceder a financiación en los indicadores del nivel de emprendimiento de una zona o de un país.

Hemos identificado dos grandes corrientes de investigación respecto a las dificultades de encontrar financiación de los emprendedores.

La **primera corriente** se centra en estudiar el impacto que tiene el desarrollo de los mercados financieros de un país en el nivel de emprendimiento.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Para eso utilizan indicadores del desarrollo de los mercados para cuantificar la facilidad con la que los individuos que necesiten financiación externa puedan obtener el capital necesario así como la prima que pagan por ello. En particular se centra en cómo las diferentes características observables de este sector, como por ejemplo el grado de competencia entre los bancos o la liquidez del mercado de crédito, se relacionan con el mejor o peor acceso de los emprendedores a la financiación y con los niveles de emprendimiento. Obviamente se encuentran grandes diferencias según el país o región.

Algunos autores de esta corriente son King y Levine (1993a, b) y Levine (1997), cuyo trabajo continúa la línea de investigación de Schumpeter que sostiene que los emprendedores sustituyen con sus nuevas ideas y tecnologías a ideas más antiguas llevándonos a aumentar la productividad y el crecimiento económico. Esto contrasta con la visión de otros autores entre los que se encuentra Joan Robinson, de que el desarrollo del sector financiero es consecuencia del crecimiento económico y no al revés.

Esta primera corriente de la que hemos hablado identifica algunos aspectos concretos de los mercados de capitales que llevan a que los emprendedores tengan mayores dificultades para financiarse. Entre ellos se encuentran: la “profundidad” de los mercados de capitales locales, es decir la liquidez, unida a lo dispuestos que estén los intermediarios a prestar a los emprendedores. Esto está muy ligado a las leyes de cada país.

La conclusión a la que se ha llegado es que los países con unos mercados de capitales más “profundos” o con mayor liquidez promueven más la aparición de nuevas empresas y el emprendimiento. También se ha concluido que los intermediarios financieros como bancos o empresas de *venture capital* prefieren financiar proyectos locales, que se encuentren en la misma zona geográfica que ellos.

Otros factores que influyen en que haya mayores o menores dificultades de financiación son la competitividad entre los intermediarios financieros (mayor

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

competitividad entre los bancos es peor para la aparición de *startups*) así como la estructura de estos intermediarios y su relación con las empresas que financian.

La **segunda corriente** estudia cómo la riqueza personal de un individuo junto con otras características se relaciona con la propensión de ese individuo a ser o no emprendedor.

Esta corriente afirma que la relación entre riqueza individual y propensión al emprendimiento se observaría sólo en los casos en los que existan dificultades de acceso a financiación.

Las conclusiones a las que se ha llegado en esta línea de investigación es que los individuos con una mayor riqueza individual tienen más probabilidades de convertirse en emprendedores [Gentry y Hubbard (2004)]. Una de las razones puede ser porque tengan menor aversión al riesgo. Evans y Jovanovic (1989) desarrollaron un modelo en el que exponían la cantidad de capital que un individuo puede pedir prestado para una nueva empresa como una función de la riqueza personal. Estos dos autores ven esta relación directamente proporcional entre la riqueza personal y la entrada en el mundo del emprendimiento como un fallo del mercado, que permite que individuos con talento pero menos riqueza tengan muchas más dificultades para acceder al capital necesario para crear su negocio. Esta conclusión ha tenido mucha influencia en el sector.

Estas dos corrientes de investigación se han mantenido separadas aunque sus resultados son complementarios.

Recientemente algunos investigadores han dado importancia a la cuestión de hasta qué punto influyen las dificultades de financiación a los emprendedores en las economías más desarrolladas, dando a entender que el impacto no es tan grande como la mayoría de autores sostiene.

Otras corrientes de investigación en este campo son las siguientes: en primer lugar la que profundiza en las dificultades de financiación para los emprendedores en las

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

economías desarrolladas [Morduch (1999), Paulson y Townsend (2004), Paulson et al. (2006), McKenzie y Woodruff (2006, 2008), Banerjee y Duflo (2008) y De Mel et al. (2008)]. [Kerr, W y Nanda, R. (2009). Financing constraints and entrepreneurship, *Working paper 15498*, National Bureau of Economic Research].

En segundo lugar una corriente que utiliza principalmente técnicas cuantitativas para evaluar las siguientes variables: dificultades de financiación, emprendimiento y los resultados económicos que se obtienen, y estudia de esta manera la relación entre ellas. Algunos autores que pertenecen a esta corriente son Quadrini (2000), Li (2002), Castaneda et al. (2003), Cagetti y De Nardi (2006), Buera (2008), Meh (2005) y Mondragón-Vélez (2007). [Kerr, W y Nanda, R. (2009). Financing constraints and entrepreneurship, *Working paper 15498*, National Bureau of Economic Research].

Tras este análisis se observa que no es muy común encontrar una guía que recoja las diferentes alternativas de financiación para una *startup* o PYME. Los artículos escritos y los estudios realizados se centran en un único aspecto, bien en describir el emprendimiento, el perfil del emprendedor en España y cómo afecta el macro entorno a este sector, bien en describir una fuente concreta de financiación, como puede ser el *private equity*, *venture capital* o capital riesgo, *crowdfunding*, etc. y la mayoría de los documentos escritos hablan sobre las dificultades de financiación que encuentran los emprendedores a la hora de lanzar su negocio. Pero no hemos encontrado ningún documento en el que se expongan las diferentes opciones que existen a la hora de buscar financiación para una pequeña empresa. La mayoría de los documentos que abordan este tema se quedan en las pocas facilidades que presenta la financiación a través del sector bancario, pero esa no es la única opción.

Por esta razón en este trabajo se busca recoger las líneas generales del funcionamiento de cada una de las formas de financiación posibles para *startups* y elaborar una comparación, para establecer en qué casos es más adecuado recurrir a una u otra.

Probablemente se encontrarán estudios que analicen cada una de las alternativas más en profundidad, pero el objetivo de este trabajo no es ése, sino el de elaborar una guía

sencilla que resulte útil y permita una primera aproximación a estos términos y mecanismos que son el presente del mundo del emprendimiento y que a menudo son desconocidos, para poder determinar en qué momento es apropiado recurrir a cada uno.

### CAPÍTULO 3

#### 1. INVESTIGACIÓN Y ANÁLISIS

Como primer paso de la investigación se ha llevado a cabo una encuesta a una muestra de 100 personas con el objetivo de determinar el grado de conocimiento que hay en España de las opciones de financiación alternativa que existen para los emprendedores, centrándonos en una población entre los 18 y los 50 años, al ser éste el público más propenso a ser emprendedor. Incluimos el cuestionario como anexo. Las conclusiones a las que hemos llegado tras analizar los resultados de esta encuesta son:

Un 78% de la muestra conoce el significado del término “*startup*”. Es interesante que, de ese 78% casi un 70% trabaja o estudia en sectores relacionados con la administración de empresas o las finanzas, mientras que el 30% restante se dedica a campos que no tienen nada que ver. Esto indica que el emprendimiento en España se reduce todavía a colectivos pequeños y concretos.

Respecto a las diferentes opciones de financiación, se ha observado que la opción más conocida es el término “capital riesgo” (un 88% de la muestra afirma estar familiarizado con él), seguido de “*private equity*” (71%) y a continuación de “*venture capital*” (59%). A raíz de esta encuesta se ha observado que el uso indistinto del término capital riesgo en español y en inglés causa confusión, puesto que varios individuos que han marcado capital riesgo como opción conocida no han marcado *venture capital*. También se ha observado que a menudo se usa el término “capital

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

riesgo” como traducción de “*private equity*”, y esto no es del todo correcto, como se ha explicado en el capítulo anterior.

Un dato positivo ha sido que un 33% de los encuestados estuviese familiarizado con el *crowdfunding*, algo que ha sorprendido, pues se esperaba que fuese menos conocido, especialmente entre las personas ajenas al sector de la administración de empresas.

Es interesante que un 8% de la muestra no conoce ninguna de las opciones de financiación planteadas, y si tenemos en cuenta que los datos contienen un sesgo grande, ya que la muestra está compuesta en gran parte por estudiantes universitarios, que no son representativos de todo el país, los resultados obtenidos deberían ser ligeramente más pesimistas.

Tras este análisis cuidadoso, se observa que varias de las opciones de financiación expuestas son conocidas por sólo la mitad o menos de los encuestados, exceptuando las mencionadas anteriormente. Por eso se concluye que aunque poco a poco este sector está ganando fuerza en nuestro país todavía le queda mucho camino por recorrer para que estas formas de financiar empresas en sus primeras fases sean conocidas por un colectivo significativo de la población. Estos resultados reafirman la justificación de esta investigación.

Una vez confirmada la necesidad de profundizar en este tema, se han realizado varias entrevistas en profundidad a expertos en la materia. Se ha querido entrevistar a representantes de diferentes colectivos dentro del mundo de la financiación de *startups*, que ofrezcan diferentes perspectivas sobre el panorama de este sector.

Desde la perspectiva de los emprendedores que buscan financiación se ha entrevistado a Juan Sánchez-Herrera, emprendedor fundador de Samyroad. Por otro lado, desde la perspectiva de los inversores que ofrecen financiación en las primeras etapas de la empresa los entrevistados han sido Agustín Moro, responsable de Inversiones Globales en Wayra y Gonzalo Martín-Villa, CEO de Wayra, la principal incubadora de *startups* española; por último desde la perspectiva de un inversor más grande a Maite Ballester, actualmente socia en la multinacional británica de *private*

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

*equity* 3i, y que fue presidente de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) en 2011 y 2012.

A continuación se hará una breve presentación de los expertos entrevistados así como de las principales conclusiones que extraemos de nuestras conversaciones con ellos. Las entrevistas transcritas se encuentran incluidas como anexos.

En primer lugar entrevistamos a **Juan Sánchez-Herrera**, CEO y socio fundador de Samyroad. Samyroad es “una plataforma de contenido online donde individuos con influencia sobre determinados colectivos conectan y recomiendan productos, servicios y eventos de forma organizada, monetizando esas recomendaciones a través de un sistema innovador”. Samyroad recibió el primer Premio “Proyecto Empresarial ICADE” de la Universidad Pontificia Comillas en 2012.

La empresa fue fundada en mayo de 2012 y se lanzó al público en junio de 2013, tras nueve meses de desarrollo. Para la creación y desarrollo de la plataforma, en octubre de 2012 se levantó un capital de medio millón de euros en dos rondas de inversores. A día de hoy, en febrero de 2014 ya tienen 180.000 usuarios y han facturado 200.000 euros. Ahora están llevando a cabo su tercera ronda para levantar capital, en la que buscan levantar entre 1 y 3 millones de euros. Hay que decir que esta *startup* ha crecido más rápido de lo habitual y en pocas rondas ya están buscando levantar una cantidad muy grande.

La idea de negocio de Samyroad surgió de la identificación por parte de sus cuatro socios fundadores, de la siguiente oportunidad en el mercado: en el mundo *online* hay demasiada información y demasiado desordenada, por lo que es muy difícil acceder de manera rápida a contenidos de calidad y que sean de tu interés. La solución que plantea es utilizar a individuos con alta influencia sobre determinados colectivos, como vía para dar a conocer o recomendar productos, servicios, eventos, etc., monetizando esa recomendación. El objetivo es contribuir a que los usuarios puedan “estar al día en sus pasiones”, además ofreciendo un nuevo canal de marketing.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Una vez que ya conocemos Samyroad se hará un breve resumen de la visión de su fundador respecto al panorama de la financiación de *startups* en España y de las conclusiones a las que se llega tras esta entrevista.

Podemos resumir la visión de Juan Sánchez-Herrera respecto al panorama de la financiación de *startups* en España en tres ideas clave.

La **primera idea** que se obtiene de esta entrevista es que para obtener financiación lo primero que necesitas es una idea desarrollada en un buen *pitch* que puedas presentar a posibles inversores y un buen equipo humano.

Me llamó la atención la importancia que daba Sánchez-Herrera a desarrollar un buen *pitch*. Hablamos de cómo debería ser el *pitch* ideal, que en su opinión debería estar compuesto por una exposición del problema identificado y su solución a través de tu producto o servicio; un ejemplo, prototipo o *business case* sobre cómo va a funcionar; la presentación del equipo; la financiación que necesitas y en qué piensas invertirla y el *roadmap* o mapa de hitos y objetivos que se marca la compañía en el tiempo. A medida que la *startup* se vaya desarrollando el *pitch* tendrá que ir cambiando y siendo más completo.

Una vez que tienes el *pitch*, puedes buscar la financiación, lo que nos lleva a la **segunda idea**, que son los factores clave o requisitos en los que se fijan los inversores a la hora de decidir invertir en un proyecto o no. Según la experiencia de Sánchez-Herrera, estos requisitos son:

En primer lugar, una buena idea que cuente con un buen equipo humano, que sea complementario y experimentado.

En segundo lugar, son muy importantes las características del mercado al que se dirige el proyecto, como su tamaño, competencia, y si se trata de una idea totalmente nueva o si ya existe en otro mercado.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

En tercer lugar, las proyecciones de financiación que tenga la *startup*, cuánto capital quiere conseguir en cada fase y cómo pretenda hacerlo y a la distribución del presupuesto, es decir, a qué se va a destinar el dinero que se invierta en ella.

En cuarto lugar, algo que ya se ha mencionado antes, el *roadmap* de la compañía, un “mapa” que contiene la planificación temporal de los hitos y objetivos que pretende conseguir la compañía en cada momento y la valoración de los mismos.

Por último un factor determinante es que el producto sea escalable, es decir que pueda crecer exponencialmente sin que sus costes se disparen, que el producto crezca mucho y muy rápido pero sus costes no.

Una vez que tenemos el *pitch* y los requisitos básicos que nos hacen atractivos a los ojos de los inversores, debemos plantearnos a quién recurrir en cada momento, ya que las necesidades de financiación no serán las mismas en las distintas etapas del crecimiento de la *startup*, lo que nos lleva a la **tercera recomendación**.

En este aspecto, la recomendación de Sánchez-Herrera, es la siguiente:

Para la primera etapa, la fase de nacimiento, recomienda financiarse acudiendo a familiares y amigos. Es así como ellos empezaron y es algo muy común, porque el haber conseguido este tipo de inversores desde el principio indica que confía en su proyecto como para persuadir a familiares y amigos para que inviertan sus ahorros en él, y que es capaz de venderlo suficientemente bien como para haber conseguido inversores en un estadio tan temprano. El hecho de que ya haya personas dispuestas a confiar en el proyecto lo hace más atractivo.

Para la segunda etapa, cuando ya cuentas con el capital de familiares y amigos y necesitas pasar al siguiente nivel, las mejores opciones según S-H son dos, las incubadoras y los *business angels*.

En la tercera etapa, cuando ya tiene clientes y empleados y ya la empresa tiene cierta facturación, recomienda recurrir a fondos de *venture capital*, de tamaño más bien pequeño.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Respecto al siguiente paso, en el que la empresa ya tiene un tamaño considerable como para plantearse inversores de mayor tamaño (aunque aún no tan grandes como un *private equity* tradicional), S-H se muestra un poco pesimista respecto a las opciones que existen en España.

Según S-H, en nuestro país hay pocos inversores con las características ideales para ser atraídos por una *startup* de estas características. Los inversores que hay son muy grandes o muy pequeños.

Ellos se encuentran en esta fase, y en su opinión la mejor alternativa, que es la que están llevando a cabo, es buscar financiación fuera de España. En particular en Estados Unidos, más concretamente en San Francisco y Nueva York.

En España, algunos *family offices* pueden estar interesados en este tipo de proyectos.

Otra opción que propone S-H es la de recurrir a préstamos convertibles, proporcionados por entidades como *Enisa* o *Caixa Capital Risk*, que pueden entrar en el proyecto en diferentes etapas de su desarrollo, incluso en las primeras fases (aunque no suelen ser los primeros en entrar).

Esta recomendación es muy valiosa ya que su empresa acaba de pasar por cada una de estas etapas, además con un crecimiento más rápido de lo normal, lo que indica la buena gestión que están llevando a cabo los socios.

Otro aspecto al que S-H dio bastante importancia, es al peligro de que los socios fundadores se diluyan hasta perder el control. Es natural que a medida que vayan entrando inversores la participación de los socios fundadores (que son los gestores también) se vaya diluyendo, pero es importante evitar que pierdan el control ya que gran parte del valor en las *startups* lo aporta el quipo humano que las crea, y los inversores, sobre todo en las primeras etapas, invierten en el proyecto por eso. Si pierden el control las decisiones las tomarán los socios mayoritarios, y se convertirá en un proyecto distinto a aquél que los primeros inversores habían decidido apoyar.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Por último mencionó lo difícil que es valorar una *startup*, ya que los métodos tradicionales como el descuento de flujos de caja o la valoración por múltiplos no son muy útiles para empresas en sus primeras fases.

Por eso la valoración que en su opinión puede ser más útil es la valoración atendiendo a diferentes métricas como pueden ser el crecimiento de las ventas, la rentabilidad por usuario, el *lifetime value* del usuario vs el coste del mismo.

En segundo lugar entrevistamos a **Maite Ballester**, socia de 3i, donde lleva desde 1996. 3i es uno de los líderes en *private equity* a nivel mundial, que, basado en Londres, gestiona activos valorados en más de diez mil millones de libras. Su actividad está centrada en inversiones de *private equity*, infraestructuras y deuda. Además, Maite fue presidenta de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) en 2011 y 2012.

Resumimos la visión de Maite Ballester respecto al panorama de este sector en España en varias ideas clave:

Ante la pregunta que hacemos a todos los entrevistados de qué es lo que busca un inversor en un proyecto de este tipo para decidir invertir en él, la respuesta de Ballester coincide en algunas cosas con la de Sánchez-Herrera, pero difiere en otras. Desde su punto de vista, los aspectos clave para un inversor son los siguientes:

Primero, una idea o tecnología rompedora, pero que ya exista de alguna manera (puede ser informatizar un proceso que ya exista, trasladar algo que existe de forma parecida en otro mercado, etc.), unido a un equipo bueno y con experiencia.

Segundo, da mucha importancia al “*time to market*”, es decir, si el mercado en este momento está preparado para el producto, o si por el contrario, éste es demasiado innovador y no se va a vender.

Tercero, valora mucho que se ofrezca una “*exit strategy*” o estrategia de salida a los inversores, ya que la mayoría quieren mantener la inversión durante un horizonte temporal medio, de entre tres y cinco años, y no les interesa permanecer como socios

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

de la empresa a lo largo del tiempo. Esta estrategia de salida puede ser la compra de la *startup* por parte de una compañía grande que quiera incluir esa tecnología en su empresa, como podría ser Siemens, Intel, Microsoft, etc. También puede ser salir a bolsa o la compra de la startup por otro fondo de mayor tamaño.

Cuarto, que el producto sea escalable. Hoy en día un inversor nunca estará interesado en un producto cuyo mercado objetivo sea solo España. A la hora de valorar la viabilidad de un proyecto hay que preguntar cuál es su mercado objetivo y cómo de escalable es.

Quinto, Ballester afirma que algo que personalmente busca en los emprendedores es la ambición. Es muy difícil cumplir las expectativas y objetivos que te pongas, pero si éstos son altos, aunque sólo cumplas la mitad, tendrán valor. Si tus objetivos no son ambiciosos, al sólo cumplir la mitad, el proyecto no dará la talla.

Como forma de financiación para *startups* recomienda los fondos de venture capital, aunque también se declara fan de las incubadoras, sobre todo del modelo israelí, y es defensora de la idea de contratar a un asesor que ayude a los socios fundadores a buscar inversores, ya que según sus propias palabras, “es más eficiente”.

También es defensora de las iniciativas de *equity crowdfunding*, aunque considera que las restricciones que se están imponiendo en España a este tipo de inversiones son un error, ya que impiden que funcione como debería.

Destaca que a la hora de invertir en *startups* es clave la inversión en una cartera de varios proyectos, porque ganar invirtiendo sólo en una startup es muy difícil y arriesgado.

Ante la pregunta sobre la existencia de un *gap* en las opciones de financiación en España para *startups* que ya tienen un cierto grado de desarrollo por lo que son demasiado grandes para financiarse a través de *business angels*, incubadoras y VCs pero siguen siendo demasiado pequeñas como para que un *private equity* se interese en ellas, sus respuestas y recomendaciones son muy interesantes:

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Está de acuerdo en que ese *gap* existe, porque “nuestro mercado de *venture capital* es muy pequeño”, dice.

¿Qué hacer? Por un lado recomienda recurrir a entidades como Enisa, que ofrecen préstamos convertibles aunque no sean muy grandes, o como Axis, Everis initiative, Accenture, que son empresas que tienen una división para temas relacionados con *startups* que desarrollen tecnologías que puedan ser útiles en el sector en el que ellos operan, con la idea de colaborar en su desarrollo para en un futuro incorporarlas a sus operaciones. También estudiar la financiación que proporcionan organismos como en Banco Europeo de Inversión, que está especialmente interesado en colaborar con proyectos relacionados con temas de I+D, aunque en su opinión estas ayudas públicas siempre tienen que ir acompañadas de inversión privada.

Por otro lado, recomienda buscar otros fondos fuera de España que ya hayan financiado proyectos de las mismas características antes (vuelve a recordar que el mercado objetivo no puede ser solamente España, ya que todas estas opciones desaparecerían). Como lugares interesantes para ello nombra Tel Aviv, donde está muy desarrollado este sector – de hecho, puntualiza que en España muchas de las incubadoras se han basado en el modelo israelí, que consiste en que varios proyectos convivan en la sede de la incubadora mientras se desarrollan, y que colaboren entre ellos, compartiendo recursos, y el mercado de *venture capital* de Estados Unidos en general, que supone el 70% del mercado de VC mundial, y en el que no existe el *gap* del que hablamos.

Pero la recomendación más interesante, que no habíamos planteado hasta ahora, es la posibilidad de acceder al MAB (mercado alternativo bursátil español). Las *startups* que ya cuenten con cierto tamaño podrían salir a bolsa en este mercado, consiguiendo un gran acceso a financiación y ofreciendo un *exit* a sus inversores. Sin embargo este mercado no está funcionando demasiado bien, principalmente por la falta de liquidez.

Por el contrario el mismo mercado en Reino Unido, el AIM (*alternative investment market*), está funcionando muy bien, por lo que una buena opción sería esa, la de salir

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

al mercado alternativo bursátil inglés. Lógicamente esto habría que justificarlo con un mercado objetivo global, quizá con una sede en Reino Unido, pero se ha comprobado que no hace falta ser una empresa inglesa ni con sede social en Reino Unido para acceder a él.

Por último, tratamos el tema de la valoración, un tema conflictivo. Respecto a esto, Ballester sostiene que el decidir invertir en una *startup* o no, se trata más de una apuesta por el proyecto, si el inversor cree que va a funcionar, no tanto de una decisión basada en números.

De todas formas, afirma que es importante que el inversor tenga en cuenta varias cosas respecto a la valoración de la *startup* en la que va a invertir.

Primero, debe tomar una visión pesimista y reducir a al menos la mitad el valor futuro que le ofrece el proyecto.

Segundo, debe revisar todos los supuestos e hipótesis utilizados en la valoración, para asegurarse de que son consistentes y no demasiado optimistas.

También es útil comparar la valoración con la de empresas de las mismas características, aunque es difícil encontrar una empresa que sea realmente comparable.

En muchos casos los inversores como condición para invertir exigen un “*liquidation preference*” o preferencia en la liquidación, que consiste en que, si las cosas no van como se espera, los inversores tendrán el derecho a recuperar toda su inversión situándose en el orden de prelación por delante de los socios fundadores.

También admite que en muchos casos se “negocia” en cierto modo la valoración entre socios fundadores e inversores hasta llegar a un acuerdo.

En tercer lugar se ha entrevistado a **Agustín Moro**, responsable de Inversiones Globales en Wayra y a **Gonzalo Martín-Villa**, CEO de Wayra. Wayra es la principal aceleradora de *startups* en España, pertenece a la multinacional española de

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

telecomunicaciones Telefónica, y fue fundada en 2011 y lanzada el mismo año en España y Colombia. A día de hoy está presente en 13 países de Europa y América Latina. Trabaja con proyectos en sectores muy diferentes como son servicios de vídeo y hogar digital, servicios financieros, *big data*, *advertising*, M2M, seguridad, *e-Health*, *e-commerce*, *e-learning*, *smart cities*, innovación social, red y sistemas, aplicaciones móviles, redes sociales y aplicaciones de internet y tecnología. Las conclusiones obtenidas tras estas entrevistas son las siguientes:

En primer lugar se habló del funcionamiento de Wayra, que es el siguiente: se eligen diez proyectos (para la aceleradora de Madrid) que suelen ser proyectos digitales y en fase de nacimiento, y se aceleran durante un período de entre 8 y 10 meses según un modelo de aceleración integral. Para cada “ciclo” se abren convocatorias que se dan a conocer en redes sociales.

A la hora de elegir un proyecto, valoran la escalabilidad del producto, el grado de innovación, el grado de madurez y desarrollo del proyecto y el equipo que lo forma.

Valoran mucho que los proyectos tengan un buen *fit* con Telefónica, aunque no es un requisito.

Como sus referentes en el mercad, nombran a las aceleradoras israelís y a las de Silicon Valley, pero defienden que las dos grandes ventajas de Wayra frente a sus competidores es que cuenta con el apoyo de Telefónica y sus recursos, y que tiene una red internacional con presencia en varios países, lo que supone una gran oportunidad para los emprendedores de acceder a diferentes mercados de forma rápida, fácil y con un coste menor. En sus propias palabras: “con una llamada de teléfono un emprendedor de una *startup* en Perú puede estar accediendo al mercado de Brasil en 24 horas, algo que en condiciones normales te puede llevar un año”.

Respecto al tema de la financiación en sí, explican que cuando empezó el proyecto hacían una aportación económica de alrededor de 50.000 euros a cambio de un 10% del capital, dando el mismo trato y valoración a todas las *startups*. Ahora siguen un modelo más ágil, financian a través de préstamos convertibles, no entran

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

inmediatamente en el capital. La cantidad es la misma, pero al principio es un préstamo, y cuando la *startup* cuenta con inversión de terceros (*business angels* o fondos de VC), entonces usando la valoración de la empresa que han hecho esos terceros, convierten su préstamo en participaciones. Dependiendo de la valoración de la empresa se obtendrá un porcentaje mayor o menos de participación, por lo que establecen un suelo y un techo del 7% como mínimo de participación y del 10% como máximo. El préstamo tiene una duración de dos años, y una de las condiciones es que, a vencimiento, siempre lo convierten en capital.

Es interesante que, por si las cosas van mal, tienen comprada una *put*, una opción de venta, con la que pueden vender su participación en la *startup* a sus fundadores por un euro, y ellos están obligados a comprarla. El precio es algo simbólico para poder salir de la inversión y llevar a pérdidas lo que se haya perdido. Si el proyecto no funciona no piden el repago del préstamo, convierten igualmente a capital y ejercen esa *put*.

También hablan del *equity gap*, que sorprendentemente no coincide con el *gap* del que hablan el resto de entrevistados, sino que se encuentra antes, en torno a los 300.000 y 500.000 euros (no en torno al millón como sostienen S-H y Ballester). Lo justifican diciendo que para inversiones mayores es fácil recurrir a fondos de VC y para menores a *business angels* o aceleradoras, pero que el *gap* intermedio es difícil de conseguir. Estas diferencias en los testimonios de los entrevistados pueden deberse a que las aceleradoras como Wayra se centran exclusivamente en las fases de capital semilla y *start up capital*, es decir en las primeras fases cuando la empresa es aún muy pequeña, no se enfrentan a la búsqueda de capital cuando la empresa vale uno y dos millones, mientras que un emprendedor y un inversor de un fondo grande tienen una perspectiva más global de todo el proceso.

En cuanto a valoración, las métricas y dimensiones que tienen en cuenta son el mercado y la oportunidad que el producto o servicio representa, el entorno competitivo (que se trate de una solución diferenciada con barreras de entrada para otros), el grado de desarrollo del producto o servicio, el estado comercial (si has vendido y el producto está validado o si no has hecho el *go to market* todavía), la

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

financiación de terceros que se haya podido levantar, el estado de tesorería y el equipo.

Una vez que la *startup* ha superado con éxito sus primeras etapas, en la medida de lo posible se busca incorporarlos a Telefónica, pero no es la única opción. Una vez que dejan la Academia, Wayra tiene una iniciativa que se llama *Wayra alumni*, para seguir acompañando a la *startup*.

Por último aclaran la diferencia entre una incubadora y una aceleradora. Aunque no haya unas definiciones exactas y consensuadas, las principales diferencias son que una aceleradora hace una inversión monetaria en la *startup*, asigna mentores al proyecto y el tiempo de aceleración tiene una duración determinada mientras que la incubadora no hace nada de esto, básicamente proporciona el espacio de trabajo al proyecto.

En cuanto al panorama del sector en España, afirman que aunque parece que el emprendimiento está de moda y el sector está creciendo, es cierto que no es un país en el que haya muchas facilidades para emprender.

Tras realizar estas entrevistas y analizar varios casos reales del lanzamiento de *startups* en España en los últimos años, se dará una visión global del panorama de la financiación alternativa para estas pequeñas empresas en nuestro país.

Todos sabemos que las empresas necesitan capital para nacer y crecer. La forma más común, o que primero nos viene a la cabeza para obtener este capital es pedirlo prestado a un banco, o, si la empresa es suficientemente grande y está suficientemente desarrollada, salir a bolsa y obtener así financiación con la venta de sus acciones. Pero estas dos soluciones son difíciles de llevar a cabo. Para la primera necesitas presentar una serie de garantías y avales de los que el empresario no siempre dispone, especialmente en las primeras fases del desarrollo de su empresa y para la segunda es necesario ser una compañía de un cierto tamaño, con bastante capital y experiencia en el mercado, lo que es imposible de conseguir sin tener capital en las primeras fases de las que hablamos.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Por eso esta investigación se centra en las *startups*, porque como ya se ha mencionado antes, si una empresa no dispone de capital en sus principios para poder desarrollarse bien y crecer, nunca llegará a ser una gran empresa.

A raíz de esto aparecen otras formas de obtener ese capital necesario para montar la empresa o hacer que crezca, la mayoría enfocadas a negocios que están naciendo, aunque no necesariamente, y son las que explicaremos a continuación en este capítulo. Algunas de ellas se caracterizan por ofrecer algo más que simplemente el capital, es decir, asesoramiento para los emprendedores a la hora de desarrollar su negocio, que a menudo no es más que una buena idea.

Se expondrán las diferentes formas alternativas que tienen los emprendedores de obtener financiación, cómo funcionan, cuál es su situación actual en España y cómo recurrir a ellas.

### 1. Las 4Fs: founders, family, friends & fools

Es muy habitual que las primeras personas a las que recurra un emprendedor para buscar capital para su empresa sean conocidas y cercanas a él.

Por eso lo que los anglosajones llaman las “4Fs”, *founders, family, friends and fools*, es decir, el capital de los fundadores, familiares, amigos e insensatos que se fíen del proyecto desde el primer momento, es el primero al que los emprendedores acuden.

En un primer momento se podría pensar que si alguien acude a sus conocidos para que le financien, es que su iniciativa no es lo suficientemente buena como para que un inversor externo se interese en ella. Pero esto no es así. A la hora de presentar tu proyecto a potenciales inversores, cuanto más camino lleves recorrido, más fiabilidad ofrecerás y es importante que el emprendedor demuestre varias cosas: primero, que está suficientemente comprometido con el proyecto como para invertir su propio dinero en él, segundo, que ya hay otras personas dispuestas a confiar en su proyecto y tercero, que es capaz de venderlo suficientemente bien como para haber conseguido inversores en un estadio tan temprano.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

El haber conseguido una primera ronda de capital, aunque sea pequeña, antes de presentar tu *pitch* a inversores, hará tu proyecto más atractivo, ya que ver que otros han invertido es siempre un incentivo extra en este tipo de proyectos de riesgo elevado.

### 2. Ángeles inversores o *business angels*

Son “personas que invierten su propio dinero en proyectos con alto potencial de crecimiento, en fases muy tempranas a su desarrollo, a cambio de una participación en la empresa” (L. Alemany, C. Álvarez et al., 2011).

La Asociación Española de *Business Angels* los define como “individuos que toman sus propias decisiones de inversión y aportan su propio dinero, y en ocasiones su tiempo, a empresas no cotizadas promovidas por personas que le son ajenas”.

Aunque pueden invertir en cualquier etapa del desarrollo, desempeñan un papel fundamental en la creación de empresas innovadoras apoyando a los emprendedores en las fases iniciales del ciclo de vida de las mismas.

Además de aportar capital, también ofrecen asesoramiento en el desarrollo y la gestión de su empresa al emprendedor, y ponen a su disposición, además de su experiencia, sus contactos, algo muy valioso para los emprendedores, ya que tardarían años en crear su propia red de contactos.

El perfil del *business angel* es el de un empresario a quien le gusta invertir en nuevos negocios, tengan o no que ver con su actividad de explotación, o que ya no se dedica a su actividad y decide participar en esto para estar activo de una manera menos exigente y utilizando la experiencia adquirida a lo largo de los años.

No se trata de inversores que busquen a toda costa obtener grandes beneficios con sus inversiones a corto plazo, ya que invertirían en otra cosa, sino más bien de personas con experiencia y una buena situación financiera personal que tienen interés en el sector de la financiación y les interesa potenciar el nacimiento de pequeñas empresas en fase de arranque. Lógicamente, también esperan obtener en el futuro beneficios de

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

esa inversión, ya que se convierten en socios activos de la *startup* y ayudan a crear valor en ella. La actividad del *business angel* también tiene una dimensión de acompañamiento y asesoramiento del emprendedor en especial en los primeros años, que son clave para determinar el éxito o fracaso de la empresa. A menudo los propios *business angels* son también emprendedores.

Este tipo de inversiones tienen un nivel de riesgo bastante alto pero grandes perspectivas de crecimiento exponencial y de escalabilidad, por lo que se espera de ellas que obtengan buenos rendimientos en el largo plazo.

Los *business angels* suelen preferir financiar proyectos que se encuentren geográficamente cerca a su lugar de residencia, en un radio de entorno a los 100 kilómetros como máximo, y habitualmente los proyectos que financian se encuentran entre los 50.000 y los 300.000 euros y no suelen superar el 25% del capital disponible del *business angel* en cualquier caso. Como hemos mencionado anteriormente, invierten en empresas con alto potencial de crecimiento y que permitan al inversor desinvertir en el medio plazo, entre los 3 y 5 años, normalmente cuando el capital de la empresa ya está formado por socios más grandes.

En algunos casos, estos inversores se asocian en redes de *business angels* para facilitar su actividad y crear lobby. Estas redes funcionan de la siguiente manera: los emprendedores que buscan este tipo de financiación presentan sus proyectos en unos foros de inversión de los que forman parte los ángeles inversores, que eligen los proyectos que les interesan. Estas redes también tienen el objetivo de dar a conocer el concepto de inversor privado o *business angel* y hacer que las dos partes, la que busca financiación y la que busca un proyecto interesante que financiar, se encuentren, favoreciendo de esta manera la creación de nuevas empresas (Colomer et al., 2009).

A continuación analizaremos una tabla que llama la atención por los datos que muestra respecto al desarrollo de este colectivo en España:

Tabla 1

Estadísticas sobre <i>Business Angels</i>		
	Europa - EUR	EEUU - USD
Redes	334	340
Nº estimado de ángeles inversores	75.000	259.480
Inversión por ronda	199.193	218.131
Total invertido estimado en 2009	3.000 - 5.000 M	17.700 M
Total anual invertido por capital riesgo en semilla en 2009	4.000 M (615 empresas)	1.700 M (312 empresas)

Fuente: adaptado por ESADE de EBAN/ACA, UNHCVR, EVCA y NVCA, 2009.

Es habitual oír comentarios sobre las mayores facilidades que hay en Estados Unidos para crear una *startup* y sobre todo para encontrar financiación privada para ella, respecto a otros países y en especial respecto a España. Esto es cierto, ya que la financiación de pequeñas empresas es un sector mucho más desarrollado en Estados Unidos. Un dato que sostiene esta afirmación es que el 70% del mercado de *venture capital* (del que se hablará con detalle más adelante) se encuentra en Estados Unidos.

Sin embargo, esta tabla muestra que en lo que a *business angels* se refiere, Europa de manera global no está tan por detrás del país de habla inglesa como pensamos. En cuanto al número de redes de ángeles inversores vamos prácticamente a la par e incluso tenemos mejores cifras respecto al capital invertido en 2009 por empresas de capital riesgo en startups en su etapa de formación, y respecto al número de empresas en las que se ha invertido en esa fase.

Sin embargo el número estimado de ángeles inversores y la inversión media por ronda siguen por debajo, así como el total invertido por *business angels* en 2009, donde se ven aún grandes diferencias.

Tras analizar estos datos, que reflejan un panorama optimista del sector, analizaremos la figura del *business angel* en España.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Al analizar este sector hay que tener en cuenta que sólo se han obtenido datos de los *business angels* registrados en redes, aunque existen muchos ángeles inversores que actúan por su cuenta sin ser miembros de ninguna red.

En primer lugar y para evaluar la magnitud de este sector en España, se expondrán algunos datos numéricos (que son aproximados ya que fueron recogidos en 2008, actualmente serán superiores):

En 2008 se identificaron 1.465 *business angels* en España. A nivel europeo en el mismo año se identificaron 75.000, lo que indica que a este sector en nuestro país le queda aún un largo camino por recorrer.

El mismo año se identificó, según un estudio llevado a cabo por ESBAN (Red Española de *Business Angels*) con la colaboración del Ministerio de Industria, que la capacidad de inversión acumulada de los *business angels* identificados se situaba en 427 millones de euros aproximadamente.

Dicho estudio a partir de la información facilitada por las redes españolas extrajo que la inversión más elevada había sido de 3.500.000 euros mientras que la menor fue de 6.000 euros.

Los sectores preferidos por los *business angels* españoles para sus inversiones son, el sector tecnológico, empresas relacionadas con la informática o las telecomunicaciones, con mucha ventaja sobre el resto. Le siguen los sectores de biotecnología, energías renovables y salud, y después de estos el sector de comercio y servicios.

Tras dar unas pinceladas sobre la magnitud de este sector en España, se expondrán los principales organismos que fomentan la actividad de los *business angels* en nuestro país, así como los nombres de referencia que todo emprendedor interesado en el sector debería conocer.

En primer lugar se nombrará a la Asociación Española de Business Angels Networks (AEBAN), que es una asociación independiente y sin ánimo de lucro que asocia a las principales Redes de *Business Angels* que existen en España, que son 26, cuentan con

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

400 inversores y en 2013 movilizaron recursos valorados en 20 millones de euros. Se constituyó en 2008 y tiene como objetivo promocionar la actividad de los *Business Angels* y sus redes en España, para contribuir a la investigación y desarrollo. AEBAN es miembro de EBAN (*European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and other Early Stage Market Players*), en calidad de Federación Nacional Española de Redes de *Business Angels*.

También es importante conocer la mencionada EBAN, (*European Trade Association for Business Angles, Seed Funds and other early stage market players*). Es una organización sin ánimo de lucro que representa los intereses de *business angels*, redes de *business angels* y federaciones de redes, fondos que invierten en las etapas de lanzamiento y creación de una empresa (*seed funds*) y otras entidades que participan en este tipo de financiación. Fue creada en 1999 con la colaboración de la Comisión Europea por un grupo de ángeles inversores pioneros en Europa con la ayuda de EURADA (*European Association of Development Agencies*).

BAE (*Business Angels Europe*), representa a todas las asociaciones de *business angels* de Europa y pone en contacto a las principales redes de los distintos países europeos.

A nivel regional tenemos algunos organismos públicos como AACIÓ (Agencia Catalana para la Competitividad de la Empresa), de la Generalitat de Cataluña, que da apoyo a pequeñas empresas catalanas; Barcelona activa (organización ejecutora de las políticas de promoción económica del Ayuntamiento de Barcelona integrada en el área de Economía, Empresa y Empleo) y Madrid Emprende, creada en 2005, es la marca bajo la cual el Ayuntamiento de Madrid desarrolla sus actuaciones de promoción empresarial. Sus actividades incluyen el fomento del talento emprendedor, la mejora de las infraestructuras empresariales, el apoyo a la innovación en las PYMEs y la promoción de la inversión extranjera. Colabora con administraciones, universidades, grandes empresas, escuelas de negocio y otras entidades.

Otro organismo público a tener en cuenta es Enisa (Empresa Nacional de Innovación), empresa pública que depende del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, creada

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

en 1982. Su misión es “fomentar la creación, crecimiento y consolidación de la empresa española, participando activamente en la financiación de proyectos empresariales viables e innovadores y en la dinamización del mercado de capital riesgo”. De ella se volverá a hablar más adelante, puesto que también concede préstamos convertibles.

Algunas universidades también se unen a este tipo de iniciativas. Es el caso del IE Business School y del IESE.

La Red de Business Angels e inversores privados del IESE (IESE Private Investors Network), dirigida por Juan Roure, tiene como colaboradores a AACIÓ, EBAN, AEBAN, Barcelona Activa, Madrid Emprende y ENISA.

El Programa de Inmersión para business angels del IE Business School, dirigido por Rodolfo Carpintier, busca proporcionar formación a futuros *business angels* apoyándose en la experiencia de los mejores ángeles inversores del panorama nacional.

Por último, el Fondo Isabel la Católica- EAF Spain es la representación en España de una iniciativa paneuropea, el *European Angels Fund (EAF)*, cuyo objetivo es promocionar y apoyar la colaboración internacional entre *Business Angels* y *Family Offices*. Trabaja conjuntamente con los *Business Angels* ampliando su capacidad inversora en España coinvertiendo con ellos en empresas en fases semilla, *early stage* o expansión. No interfiere en la toma de decisiones ni en la gestión de las inversiones.

Algunos de los principales *business angels* en España, que colaboran con varias de las iniciativas explicadas anteriormente son:

François Derbaix, belga afincado en Madrid, invierte en startups relacionadas con el sector de internet. También es emprendedor, y en los últimos años ha creado varias startups, como Toprural (2000) que fue vendida a HomeAway en 2012 y Rentalia

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

(2003), vendida a Idealista.com en 2012. También participa como mentor e inversor en Seedrocket y en Bonsai Venture Capital (fondos de VC).

Rodolfo Carpentier, además de emprendedor y *business angel* es director del programa de inmersión para *business angels* del IE.

Luis Cabiedes, además de *business angel* ha creado su propio fondo de venture capital, Cabiedes and Partners. Ha invertido en más de cuarenta startups tecnológicas entre las que se encuentran Ole, Myalert, Acceso, Privalia, Trovit y Offerum. Desde 2008 es profesor a tiempo parcial en IESE de las asignaturas “emprendimiento” y “finanzas del emprendimiento”.

Otros nombres que suenan en el panorama de los *business angels* en España son Agustín Cuenca y Stanley Bendelac. Algunos de ellos colaboran como mentores en incubadoras como Mola.com, entre ellos Juan Roure y François Derbaix.

### 3. Aceleradoras e incubadoras de startups

Muchas grandes empresas se están uniendo a las iniciativas de apoyo a emprendedores y de impulso y financiación de las pequeñas nuevas empresas mediante incubadoras y aceleradoras.

Tanto las incubadoras como las aceleradoras son organizaciones normalmente creadas por empresas privadas aunque no siempre, que tienen como objetivo guiar y ayudar a las *startups* a lo largo de todo el proceso de su desarrollo, poniendo a su disposición gran parte de los recursos de la organización y de la empresa que le da soporte, como por ejemplo, asesoramiento financiero, legal y de gestión del negocio, espacio de trabajo, desarrollo tecnológico, diseño, marketing, recursos humanos, contabilidad, ventas, red de contactos y *mentoring*.

La diferencia entre aceleradora e incubadora es que la primera realiza una inversión económica en el capital de la empresa, asigna mentores a cada proyecto y tiene un

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

período de aceleración determinado mientras que la incubadora no hace nada de esto, se limita a ofrecer un espacio de trabajo a los emprendedores para que desarrollen el proyecto.

Para que una *startup* participe en estas iniciativas, se requiere algún tipo de innovación, que no tiene por qué ser necesariamente tecnológica, pero el proyecto ha de ser innovador en alguno de sus aspectos.

Esta nueva alianza es una situación *win-win* ya que reporta grandes beneficios a las dos partes. Para las compañías que promueven estas iniciativas, los beneficios son muchos:

En primer lugar el tener acceso al talento y al conocimiento. A menudo ocurre que las iniciativas emprendedoras e innovaciones tecnológicas que se desarrollan en universidades y centros de investigación nunca llegan a ver la luz, por falta de fondos, de orientación al emprendedor o por diversas causas. Con estas iniciativas las grandes empresas buscan sacar partido a ese talento, ayudándoles a desarrollar su idea para poder sacarla al mercado. Así las empresas pueden acceder a personas con talento y a nuevos conocimientos y tecnologías que más adelante podrán quizá integrar en su compañía. Esto les ofrece la oportunidad de acceder a I+D de manera más fácil, más rápida y menos costosa.

Estas dos ideas las resume de manera muy clara Juan Garrigosa, responsable de Proyectos Tecnológicos en Enel Lab (iniciativa llevada a cabo por la empresa energética italiana, a la que destinará 15 millones de euros y que tendrá como fin seleccionar 6 startups del sector energético para incubarlas hasta 2014): “tenemos una gran red de alianzas con centros de investigación de todo el mundo, pero nos cuesta llegar a los pequeños emprendedores que tienen ideas brillantes y muchas veces permanecen desconocidas. Con esta iniciativa nos han llegado 219 buenas ideas españolas e italianas que podemos aprovechar”.

En segundo lugar, estas iniciativas también reportan beneficios económicos a las empresas que los promueven, ya que en la mayoría de los casos la empresa obtiene una participación en el capital social de la *startup*, que es retribuida mediante horas de

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

consultoría en todos los aspectos del negocio. Lógicamente, esta participación repercutirá positivamente en los fondos de la empresa si la *startup* va bien. Algunas aceleradoras también hacen aportaciones de capital, por ejemplo Wayra, la principal aceleradora española, suele hacer una aportación económica de entorno a 50.000 euros en forma de préstamo convertible, que a vencimiento se convierte en una participación de entre el 7% y el 10% del capital

Las ventajas de estas iniciativas también son evidentes para los emprendedores. Primero, porque obtienen financiación. Las cantidades que ofrecen la mayoría de aceleradoras se encuentran entre 6.000 y 250.000 euros, aunque en algunos casos pueden ser mayores, según el tipo de aceleradora de que se trate. Algunos ejemplos de esto son la Fundación José Manuel Entrecanales, cuyas inversiones van desde 500.000 a dos millones de euros y Gamesa Venture Capital, que realiza inversiones que oscilan entre los tres y los cinco millones de euros.

Hay que aclarar que la Fundación José Manuel Entrecanales no es exactamente una aceleradora, sino que ha promovido la creación de un grupo inversor que invierta en iniciativas empresariales relacionadas con el desarrollo sostenible. Podríamos decir que se trata de una mezcla entre un *business angel* y una aceleradora.

El modelo de Gamesa Venture Capital tampoco es una aceleradora pura como podría ser Wayra, sino que se trata de un modelo que han desarrollado otras muchas empresas en los sectores energético y tecnológico y que consiste en crear una división dentro de la empresa que invierta en *startups* estratégicas para la compañía, con el objetivo de incorporarlas a la empresa en un futuro.

Continuamos con otra de las ventajas de esta forma de financiarse, que es el asesoramiento ofrecido por estas organizaciones, que incluye formación especializada y *mentoring*, además de *networking*, ayuda fiscal, legal, contable, etc. sin coste alguno. El objetivo de estos programas es desarrollar el modelo de negocio en su totalidad. Los emprendedores disponen de un espacio físico donde desarrollar su proyecto durante entre 6 y 24 meses.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Otra gran ventaja para las *startups* es que muchas de las empresas que apoyan estas iniciativas son un referente tecnológico en su sector y ponen a disposición del emprendedor gran parte de su capacidad técnica además de su red de contactos.

La forma de incorporarse a estas iniciativas es a través de un concurso, en los que se valora que el equipo humano sea complementario y esté comprometido, que tenga capacidad de liderazgo y cierta experiencia. También se requiere que la propuesta sea un modelo innovador, no tiene por qué ser en el ámbito tecnológico, la innovación puede estar en el modelo de negocio, en el producto o servicio, en la comercialización. Por último otro de los aspectos más valorados por las compañías a la hora de aceptar un proyecto en su aceleradora es que la propuesta tenga una visión global y de futuro (por lo menos a cuatro años vista) y que sea escalable. Como dice Ángel Gutiérrez, socio de Everis Innovación y responsable de Everis Digital, otra de las empresas que participa en estas iniciativas, “no aceleramos empresas con visión local. Queremos ayudar al tejido emprendedor con vocación internacional al que podamos ofrecer nuestra capacidad de globalización”, aunque también hay que tener en cuenta que esto depende del tipo de empresa promotora de cada aceleradora.

Después de la primera etapa de desarrollo de la *startup*, muchas aceleradoras siguen colaborando con sus proyectos más atractivos, ayudándoles a acceder a otro tipo de financiación, privada o pública. Un ejemplo de esto es la iniciativa *Wayra Alumni*.

Algunas de las principales incubadoras en España, además de las mencionadas anteriormente en este epígrafe son las siguientes:

Wayra es probablemente la principal aceleradora de *startups* en España. Se ha hablado de ella al principio de este capítulo por lo que no se repetirá su introducción, aunque sí se añadirá que está basada en el modelo de incubadoras israelí en el que, como se mencionó en la entrevista con Maite Ballester, varios proyectos conviven en la aceleradora compartiendo recursos y enriqueciéndose mutuamente. Se han mencionado también al principio del capítulo los sectores a los que pertenecen las *startups* con las que trabaja, que son muchos, no está tan especializada como otras.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Actualmente está desarrollando 309 *startups* en trece países, lo que es un buen indicador de su tamaño y posición de liderazgo en este mercado.

Mola.com es una incubadora y aceleradora que se especializa en *startups* tecnológicas. Fue fundada por Enrique Dubois, emprendedor con gran experiencia en el sector de internet y Paco Gimena, inversor con experiencia en proyectos en el mismo sector. Actualmente participa en 69 empresas en las que ha invertido 15 millones de euros en colaboración con otros inversores. Se centran principalmente en proyectos en España y Latinoamérica, al tratarse de países en los que aún no está tan desarrollado el mercado de internet.

Otra de las principales incubadoras y aceleradoras del panorama español es Tetuan Valley. Ellos se definen como una pre-aceleradora sin ánimo de lucro, lo que indica que apuestan por proyectos prácticamente desde antes de que nazcan, cuando son solo una idea. Nació en 2009 y destaca su programa "*Startup School*", un programa gratuito sobre emprendimiento. Actualmente tienen treinta *startups* en desarrollo entre Madrid y Barcelona.

Otros nombres de incubadoras en España son Top Seeds Lab, que como la mayoría, se centra en *startups* de base tecnológica y que ofrece una financiación inicial de 15.000 euros, Ueia, que se centra en el emprendimiento social, en convertir proyectos de acción social con soluciones con base tecnológica en iniciativas empresariales viables y sostenibles.

A nivel europeo una de las aceleradoras más conocidas es Rocket Internet, una incubadora alemana creada por los hermanos Samwer, que se dedica a lanzar en Alemania y otros mercados europeos proyectos tecnológicos que ya se han lanzado en mercados como Estados Unidos. Por esto ha sufrido algunas críticas, aunque tiene también muchos seguidores.

### 4. Private equity y venture capital o capital riesgo

Se ha definido en el capítulo dos *Private Equity* como la inversión temporal de capital privado por entidades especializadas en compañías no cotizadas, buscando crear valor en dichas empresas y *Venture Capital* como un tipo de *Private Equity* dirigido a *startups* (EVCA y ASCRI).

A continuación se profundizará en el funcionamiento de la financiación a través de estas empresas y en qué se basa la filosofía de este tipo de fondos.

Las empresas de *private equity* y *venture capital* son fondos que invierten el capital que obtienen de inversores como compañías de seguros, fondos de pensiones, bancos o cuentas de ahorro, y que éstos les dan para que se lo gestionen. A veces también invierten su propio dinero.

Invierten este capital en diversas empresas, en el caso del *private equity* en compañías más grandes y con un horizonte temporal de la inversión mayor (entre 5 y 8 años), y en el caso del *venture capital*, que es el que más interesa en esta investigación, invierten en *startups* y con un horizonte temporal de la inversión menor (un par de años de media, dependiendo del proyecto).

Pero la filosofía de estos fondos no es invertir en el activo más rentable y eficiente para poder obtener el máximo rendimiento en el corto plazo, sino invertir en empresas que tengan potencial de crecimiento aunque en el momento de la inversión no obtengan los mejores resultados, para involucrarse activamente en la gestión y contribuir a crear valor en la empresa.

Se trata de proporcionar el capital que la empresa necesita para nacer, crecer, reestructurarse o hacer frente a una dificultad puntual; al mismo tiempo que forman parte de ese proyecto, influyen en la gestión y ayudan a potenciar el crecimiento y a crear valor.

Para las empresas más maduras o más grandes puede significar mejorar la gestión y hacerla más eficiente. Para las *startups*, puede significar llevar una buena idea a la

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

práctica y hacerla realidad, ofrecer asesoramiento en diferentes ámbitos de la gestión al emprendedor, facilitarle una red de contactos u orientarle en la expansión de su producto a nuevos mercados.

Al haber intercambiado capital por acciones de la nueva empresa, la empresa de capital riesgo pasa a ser socia de la *startup*, por lo que busca que ésta aumente de valor ya que ello les reporta beneficios. Con este sistema se consigue que los intereses de los inversores y los de los emprendedores vayan en la misma dirección, lo que es muy beneficioso para la empresa. Ésta es una de las principales razones que lleva a muchos emprendedores a elegir esta forma de financiación, sobre todo en casos en que el *venture capital* o capital riesgo es más eficiente gestionando la empresa que el propio emprendedor.

A la hora de decidir si financiar a una *startup* o no, este tipo de empresas se fijan principalmente en las perspectivas de futuro de la empresa, sus posibilidades de crecimiento, de obtener ingresos y beneficios, etc., teniendo muy en cuenta el equipo humano que la lleva, al contrario que los bancos, que principalmente se centra en el pasado de la empresa o del emprendedor para decidir si da un préstamo o no.

Una vez que llega el vencimiento de la inversión, o una vez que la empresa ha conseguido sus objetivos, que debería ser el mismo momento, los inversores de estos fondos desinvierten, venden su inversión (a menudo esto suele coincidir con la entrada de fondos más grandes en el capital social de la empresa). Como la compañía vale más gracias a su gestión, han obtenido una plusvalía, que se repartirá entre los inversores que pusieron el capital en primer lugar y los miembros del fondo que lo gestionaron.

Al margen de algunas excepciones, se ha comprobado que las compañías respaldadas por fondos de *private equity* o *venture capital* se vuelven más fuertes y más valiosas (EVCA). De hecho, Hellmann y Puri (2002) tras sus estudios en Silicon Valley llegaron a esta misma conclusión.

Antes de pasar a exponer la situación de esta actividad en España, terminaremos la explicación anterior con una cita de la *European Venture Capital Association* que

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

resume muy bien la filosofía de estos fondos: “*Private equity helps to build better businesses...and that is good for employees, pensionists, investors and the European economy*”, es decir, “el *private equity* ayuda a construir mejores negocios...y eso es bueno para los empleados, pensionistas, inversores y para la economía europea”.

Es muy común la financiación a través de fondos de capital riesgo o venture capital en empresas tecnológicas. Es especialmente común en Estados Unidos, donde grandes empresas como Apple, Microsoft e Intel empezaron así. (L. Alemany, C. Álvarez et al., 2011). A continuación se mencionarán los principales fondos de *venture capital* del panorama actual en España, donde el VC es aún un mercado pequeño.

Kibo ventures invierte en negocios basados en internet y plataformas móviles. Buscan empresas que estén en sus fases iniciales pero no en la fase semilla, es decir, que ya cuenten con varios inversores y tengan un mínimo de desarrollo. La inversión inicial de Kibo suele ser de 500.000 a un millón de euros, pudiendo llegar a invertir hasta cinco millones por compañía de forma escalonada. En su página web especifican que no buscan tener un porcentaje mayoritario y que éste es flexible.

Vitamina K, fondo madrileño que invierte en empresas de base tecnológica. Invierten tanto en *seed capital* (capital semilla) como en empresas en etapa de crecimiento, siendo su inversión media en los primeros casos de 200.000 euros por proyecto y de 400.000 euros en los segundos.

DaD (Digital Assets Deployment), empezó en 2006 y como la mayoría de estos fondos, invierte en capital semilla de empresas de internet y tecnología. Es un fondo español con presencia en Europa, EE.UU, China y Latinoamérica. La inversión media es de 150.000 euros a cambio del 15% de participación y solo tiene participaciones minoritarias, entre un 5% y un 25%, pero una de las condiciones para la inversión es que se le permita tener peso en la dirección del negocio. Una de las *startups* en las que invirtieron fue la red social española Tuenti que en 2010 fue vendida a Telefónica.

Seaya Ventures es un fondo español fundado en Madrid en 2013. Invierte en empresas tecnológicas, tanto en fases iniciales como en fases de crecimiento.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Adara Ventures, con sede en Madrid y en Luxemburgo, cuenta con 50 millones de euros bajo gestión y también está especializada en el sector tecnológico. Actualmente tiene participaciones en diez empresas españolas.

Active Venture Partners fue fundado en Barcelona en 2002 y actualmente gestiona dos fondos que invierten en las primeras etapas de empresas tecnológicas.

### 5. Crowdfunding

El *crowdfunding* es una forma de financiación muy nueva, sobre la que se ha escrito y estudiado muy poco, y sobre la que se desconocen muchas cosas, entre ellas su impacto a largo plazo en los proyectos financiados y en los emprendedores e inversores. Consiste en obtener la financiación necesaria para un proyecto concreto, que puede ser la creación de una *startup* pero también es a menudo la organización de un evento puntual, normalmente relacionado con el mundo del arte, mediante contribuciones más bien pequeñas de un gran número de individuos, o inversores, a través de plataformas en internet, sin la necesidad de recurrir a intermediarios financieros.

Schwienbacher y Larralde (2010) definen *crowdfunding* como “un llamada a través de internet para la obtención de recursos financieros tanto en forma de donación como a cambio de una contrapartida, con el objetivo de desarrollar una iniciativa concreta”.

Existen diferentes modelos de *crowdfunding* según lo que los inversores esperen obtener a cambio de su capital y según del tipo de proyecto que se esté financiando.

En primer lugar tenemos los proyectos humanitarios y los relacionados con el mundo del arte, donde los inversores suelen tener un perfil filantrópico y no esperan un retorno directo y personal del capital invertido. Esta modalidad se conoce con el nombre de “*patronage*”.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

En segundo lugar tenemos la opción de tratar al capital invertido como un préstamo, que habrá que devolver con un retorno mayor, con un tipo de interés.

En tercer lugar tenemos el llamado “*reward-based crowdfunding*”. En este caso, los inversores reciben a cambio de su capital una compensación, que puede ser, si el proyecto es una película, aparecer como colaborador en la realización, o recibir una invitación al estreno, o una copia del guión original, la oportunidad de reunirse con los creadores del proyecto, etc. y si se trata de un producto de consumo o de tecnología, la compensación podría ser la posibilidad de adquirirlo antes de que se comercialice, o a un mejor precio.

Por último, en algunos casos los inversores se convierten en socios, obteniendo participaciones a cambio de su capital. Esta última modalidad, que es la que más interesa en esta investigación, es la que se conoce con el nombre de ***equity crowdfunding***, y está muy regulada en España, de hecho, en nuestro país se ha impuesto una limitación a la inversión de 3.000 euros por inversor. El *equity crowdfunding* se organiza en plataformas que ponen en contacto a inversores con proyectos que buscan financiación. Varios inversores participan en esa plataforma, y entre todos crean un fondo que es el que invierte en los distintos proyectos. De esta forma se invierte en un portfolio de varias *startups*, que es muy importante, porque ganar invirtiendo sólo en una *startup* es muy difícil y arriesgado.

En algunos de los escasos estudios que se han llevado a cabo sobre esta forma de financiación se ha llegado a la conclusión de que el éxito del *crowdfunding* suele estar asociado a proyectos de gran calidad, que son los que más probabilidades tienen de conseguir inversores, y a emprendedores con una gran red de contactos en las redes sociales. Además, este tipo de inversores suelen preferir invertir en proyectos que se lleven a cabo en una zona geográfica cercana a la suya y en un proyecto relacionado con la cultura de la zona (Mollick, 2013).

En Estados Unidos es bastante común y funciona muy bien, sin embargo en España todavía no está muy extendido, en parte por las restricciones que impone el estado.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

De todas formas, a continuación se exponen algunas de las plataformas de *crowdfunding* activas hoy en España.

Un ejemplo de plataforma del segundo tipo de *crowdfunding* es Grow.ly, plataforma de financiación participativa que pone en contacto a proyectos que se han dado de alta en su plataforma con inversores que ofrecen capital a cambio de un tipo de interés que oscila entre el 4% y el 10%.

Una de las principales plataformas de *crowdfunding* a nivel mundial, y que está activa en España, es Kickstarter. En Madrid y sus alrededores ha financiado ya once proyectos por completo. En Kickstarter según sus propias palabras se diferencian por “crear una comunidad de personas con los mismos intereses que apoyan un mismo proyecto”.

Otra plataforma de *crowdfunding*, esta vez americana, es Circle Up, que busca conectar inversores con compañías de consumo innovadoras. La inversión mínima es de solo 1.000 euros.

### 6. Préstamos participativos o convertibles

Todas las opciones que explicadas anteriormente son formas de levantar capital a través del *equity*, es decir, buscando inversores que serán socios minoritarios. Pero también se puede levantar capital a través de la deuda, y en el caso de las startups la forma de hacerlo es mediante préstamos participativos.

Los préstamos participativos se pueden considerar una forma de financiación intermedia entre el *equity* y la deuda en sí, ya que se caracteriza por la participación de la entidad prestamista en los beneficios de la empresa, además de cobrar un interés como en cualquier préstamo.

Es una opción que se puede considerar en varias de las etapas de las que hemos hablado. También puede tratarse de préstamos convertibles en participaciones de la empresa bajo una serie de circunstancias y condiciones establecidas por la empresa prestamista.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Los principales organismos que trabajan en España con este tipo de préstamos son Enisa, (organismo público del que se ha hablado anteriormente) y Caixa Capital Risc. Estos fondos pueden entrar en diferentes etapas del desarrollo de la startup, incluso bastante pronto, en las primeras fases, pero nunca serán los primeros en entrar. Valoran mucho que ya haya otros inversores interesados y participando.

El funcionamiento de los préstamos participados en Enisa es el siguiente: El importe mínimo son 25.000 euros y el máximo 300.000 (el importe se determina según la estructura financiera y de capital de la empresa). El tipo de interés se aplica en dos tramos, el primero es el Euribor más un diferencial, y en el segundo tramo se añade un mayor diferencial en función de la rentabilidad de la empresa. Uno de los requisitos necesarios para obtener el préstamo es tener unos fondos propios al menos iguales a la cuantía solicitada. El vencimiento máximo son seis años y hay posibilidad de carencia del principal durante dos. Para jóvenes emprendedores los requisitos son un poco más exigentes.

Respecto a Caixa Capital Risc, miembro de la *European Venture Capital Association* y parte del grupo La Caixa, trabaja con proyectos en los sectores de tecnología industrial, ciencias de la salud, telecomunicaciones e internet. Además del préstamo, también ofrecen apoyo y *mentoring* en varias materias al emprendedor. Actualmente cuenta con 120 empresas participadas. Sus préstamos convertibles en acciones suelen encontrarse en torno a los 50.000 euros.

### 7. Family offices

Los *family offices* son gestores de grandes patrimonios particulares que invierten en diferentes tipos de productos y no se especializan en uno en concreto.

Las inversiones habituales de este tipo de gestores son en los mercados financieros, en *private equity*, o inversiones directas por ejemplo en temas inmobiliarios. No es habitual que inviertan en proyectos como una *startup*, por el alto nivel de riesgo y por

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

tratarse de proyectos pequeños, pero en caso excepcionales podrían hacerlo, de hecho se han dado casos, como el del *family office* que invirtió en la segunda ronda de Samyroad.

Puede ser una opción recurrir a ellos en busca de financiación en las etapas en las que la *startup* está más desarrollada, ya que al principio el proyecto es demasiado arriesgado y tiene demasiada incertidumbre como para que este tipo de inversores decidan participar.

Sin embargo más adelante en el desarrollo de la *startup*, cuando ésta ya obtenga un cierto nivel de facturación y tenga menos incertidumbre, determinados *family offices* podrían estar dispuestos a invertir en el proyecto.

Este tipo de gestores no tienen que ajustarse a restricciones a la hora de invertir en determinado tipo de proyectos, como ocurre con los fondos de *venture capital* o de *private equity* y con las incubadoras, aunque como se ha mencionado tampoco es demasiado habitual que se involucren en proyectos con demasiado riesgo.

Algunos de los *family offices* con más nombre del panorama actual español son Torreal, Omega Gestión y Pontegadea.

### 8. Otros aspectos

Cuando la empresa ya tiene cierto tamaño, otra opción que se puede llevar a cabo es contratar a una **consultora** para que te ponga en contacto con inversores. La forma de trabajar en estos casos es la siguiente: si la consultora consigue a la empresa la financiación que ésta necesita en un momento determinado, recibirá un porcentaje de comisión, por ejemplo un 5% de los fondos que haya conseguido, lo que se llama un "*success fee*". Suele tratarse de consultoras pequeñas, aunque depende del tamaño de la empresa, cuanto mayor tamaño alcance más posibilidades tendrá de conseguir financiación de fondos grandes (habrá dejado de ser una *startup*, que es el objetivo, si todo va bien).

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Otro aspecto interesante a considerar es la posibilidad de acceder al Mercado Alternativo Bursátil Español (MAB) o al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), creado recientemente, una vez que la empresa ya ha adquirido un tamaño considerable. Se trata de mercados adaptados para empresas de reducida capitalización que busquen financiación para expandirse.

Algunos de los requisitos que hay que cumplir para poder acceder al MAB son ser una sociedad anónima (española o extranjera) y llevar operando como mínimo dos ejercicios (si lleva menos tendrá que presentar unas predicciones de sus resultados). Además, la Empresa Nacional de Innovación (Enisa) financia los gastos asociados a la preparación de las compañías de mediana capitalización en su salida a este mercado.

El MARF, que está dirigido por el mercado de renta fija AIAF, está también orientado a empresas medianas y normalmente no cotizadas. En él, las empresas emiten pagarés de empresa representados mediante anotaciones en cuenta.

El acceder a estos mercados permite determinar una valoración objetiva de la empresa, aspecto que con las *startups* siempre es difícil.

### 9. El gobierno: ¿Qué posición tiene en todo esto?

El gobierno de España está tomando conciencia de la importancia del emprendimiento para el crecimiento económico del país, por lo que están aumentando sus iniciativas de apoyo a esta actividad.

La *Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización* es una prueba de ello. En ella se establecen una serie de incentivos y ayudas para el emprendedor que se analizarán a continuación.

En primer lugar establece una serie de incentivos fiscales, entre los que se encuentran un régimen especial en cuanto al Impuesto sobre el Valor Añadido (artículo 23), incentivos fiscales por inversión de beneficios (artículo 25), incentivos fiscales a las

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

actividades de investigación y desarrollo e innovación tecnológica, a las rentas procedentes de determinados activos intangibles y a la creación de empleo para trabajadores con discapacidad (artículo 26). También incentivos fiscales para inversiones en empresas de nueva o reciente creación (artículo 27) y reducciones a la Seguridad Social aplicables a los trabajadores por cuenta propia (artículo 29).

Otros beneficios para los emprendedores derivados de esta ley son la creación de “Puntos de Atención al Emprendedor” que se encargarán de facilitar el inicio efectivo de las empresas a través de la prestación de servicios de información, tramitación de documentación, asesoramiento, formación y apoyo a la financiación empresarial (artículo 13).

También se ofrecen facilidades en relación a los pagos “El empresario persona natural que se encuentre en situación de insolvencia o que prevea que no podrá cumplir regularmente con sus obligaciones, podrá iniciar un procedimiento para alcanzar un acuerdo extrajudicial de pagos con sus acreedores” (artículo 21).

Esta nueva ley también establece una serie de iniciativas en cuanto a educación en emprendimiento, para fomentar la familiarización de la sociedad española con esta actividad, empezando por los más pequeños.

A pesar de todo, esta ley ha recibido algunas críticas por parte de la opinión pública por no considerarse suficientes los beneficios, principalmente los fiscales, que ofrece.

Otro organismo público que apoya las iniciativas de los emprendedores es el Banco Europeo de Inversiones, propiedad de los países miembros de la Unión Europea. Pide prestados fondos en los mercados de capitales y los presta a su vez a un tipo de interés bajo a determinados proyectos.

Este organismo, junto con la Comisión Europea y el Fondo Europeo de Inversiones han puesto en marcha una iniciativa para mejorar el acceso a la financiación de las PYMES y *startups* en las regiones menos desarrolladas de cada país miembro. Esta iniciativa se denomina “Recursos europeos conjuntos para microempresas y medianas empresas”,

sus siglas en inglés son “Jeremie”, y permite que se utilicen para ella parte de sus fondos estructurales, facilitando a estas empresas capital en forma de participaciones o inversiones de capital riesgo, y garantías de préstamos.

### CAPÍTULO 4

#### 1. CONCLUSIONES (JUSTIFICAR QUE HE CUMPLIDO LOS OBJETIVOS)

Tras realizar un profundo análisis del terreno de la financiación alternativa para *startups* en España, que se ha ido detallando a lo largo de esta investigación, a continuación se realizará un breve resumen de las conclusiones obtenidas y se efectuará una recomendación sobre qué alternativa es más adecuada para obtener financiación en cada momento de la creación de un nuevo negocio.

La idea es que todas las conclusiones obtenidas sirvan al futuro emprendedor a desarrollar su negocio y a tener más facilidades en cuanto a financiación se refiere, al conocer las opciones que existen y cuándo es mejor recurrir a cada una.

Para que sea más claro se dividirán las conclusiones extraídas de la investigación en varios apartados que dan respuesta a las siguientes preguntas:

1. ¿Qué se necesita para poder tener acceso a las fuentes de financiación alternativa explicadas en el capítulo anterior?
2. ¿Qué buscan los inversores a la hora de invertir en un proyecto de este tipo?
3. ¿Cuándo es mejor recurrir a cada fuente de financiación y por qué?
4. Otras conclusiones

Empezaremos respondiendo a la **primera pregunta, ¿qué se necesita para tener acceso a estas fuentes de financiación?** Para obtener financiación lo primero que necesitas es una idea desarrollada en un buen pitch que puedas presentar a posibles inversores y un buen equipo humano. Valorar una idea es muy difícil, ya que es intangible, y los métodos de valoración tradicionales no son de mucha ayuda, por lo

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

que al principio tendrás que convencer sólo con el *pitch* y su *roadmap*. Pero, ¿cómo debería ser el *pitch* perfecto? A continuación tenemos una recomendación sobre cómo elaborar un *pitch* que contenga todos los aspectos importantes que buscarán los inversores. La estructura que tiene que tener un buen *pitch* es la siguiente:

En primer lugar hay que exponer el problema que has identificado y la solución que propones para él con tu producto, en otras palabras, a qué mercado te diriges y dónde está la oportunidad.

En segundo lugar habrá que poner un ejemplo de cómo va a funcionar tu producto, con un prototipo si se trata de un bien de consumo o con un modelo en el que se pueda ver el funcionamiento si se trata de una plataforma online.

En tercer lugar siempre es útil exponer un *business case* de una situación en la que se vea el problema y cómo tu producto pone solución a eso.

En cuarto lugar hay que presentar al equipo que llevará a cabo el proyecto, en quinto lugar habrá que hablar de financiación, cuánto necesitas y cómo piensas conseguirlo. En sexto lugar se expondrá el *roadmap*: desarrollo, lanzamiento y marketing, hitos, objetivos, todo ello situado en el tiempo, cuándo vas a conseguir cada cosa. Y por último la distribución del presupuesto – a qué vas a destinar los fondos que obtengas.

Una vez que tienes el *pitch*, puedes buscar la financiación. Hay que tener en cuenta que a medida que esa idea se vaya desarrollando el *pitch* tendrá que ir cambiando y siendo más completo.

Continuaremos con la **segunda pregunta, ¿qué buscan los inversores en un proyecto para decidir invertir en él?** Esto puede ser de gran utilidad a futuros emprendedores a la hora de orientar la presentación de su proyecto a posibles inversores.

A la hora de decidir invertir en un proyecto, lo inversores buscan que éste cumpla una serie de requisitos, que son:

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Basarse en una idea rompedora, que sea original pero factible y que pueda durar en el tiempo, unido a un buen equipo humano, complementario y experimentado.

Que se dirija a un mercado objetivo global, en el que valoran a los competidores. Al contrario de lo que pueda parecer, muchos inversores valoran más que la idea ya exista en otro mercado, porque demuestra que es viable y puede tener éxito. Relacionado con el mercado, algo esencial a tener en cuenta es el “*time to market*”, es decir, si el mercado en este momento está preparado para el producto, o si por el contrario, éste es demasiado innovador y el público no lo va a recibir bien.

Otro aspecto muy valorado por los inversores es que la *startup* ofrezca una “*exit strategy*” o estrategia de salida a los inversores, que puede ser su compra por parte de una multinacional o de un fondo de mayor tamaño o salir a bolsa.

La escalabilidad del producto es otro de los aspectos clave. Que el producto vaya a crecer de manera exponencial, pero que no ocurra lo mismo con sus costes es algo determinante para un inversor a la hora de elegir un proyecto.

Otro punto a tener en cuenta son las proyecciones de financiación que tenga la *startup* en su *business plan*. Los inversores quieren saber cuánta financiación necesitas, cómo la pretendes conseguir y a qué se va a destinar en cada momento. También es muy valorado por los inversores un *roadmap* claro y realista.

Para terminar con este apartado, añadir que algo decisivo a la hora de elegir un proyecto en vez de otro es la ambición, pasión, ilusión y compromiso que muestren los emprendedores para con su proyecto.

Por último pasamos a la **tercera pregunta**, y la más importante, ya que contestarla era el principal objetivo de esta investigación. **¿Cuándo es mejor recurrir a cada fuente de financiación y por qué?**

Podemos estructurar las fases por las que pasa una *startup* desde su nacimiento hasta convertirse en una empresa sólida en cuatro o cinco, teniendo en cuenta que en la

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

última fase ya no se considera *startup* porque idealmente ya habría conseguido un tamaño y un capital dignos de una empresa bastante sólida.

La *startup* tendrá que ir levantando capital en varias rondas, según sus necesidades y objetivos y teniendo en cuenta un aspecto muy importante en este tipo de proyectos: hay que evitar que los socios fundadores pierdan el control. A medida que vayan entrando inversores la participación de los socios fundadores (que son los gestores también) se irá diluyendo, pero nunca deben perder el control, ya que gran parte del valor en las *startups* lo aporta el quipo humano que las crea, y los inversores, sobre todo en las primeras etapas, invierten en el proyecto por eso. Si pierden el control las decisiones las tomarán los socios mayoritarios, y se convertirá en un proyecto distinto a aquél que los primeros inversores habían decidido apoyar.

Las diferentes rondas que deberá llevar a cabo la empresa suelen coincidir con las diferentes etapas de su desarrollo y crecimiento. Para que quede más claro el proceso que recomendamos seguir a la hora de buscar financiación para una *startup*, vamos a dividirlo en varias etapas:

En la **primera etapa**, es la fase de nacimiento del proyecto, y el capital invertido en esta fase se conoce con el nombre de *seed capital* o capital semilla y se suele emplear en desarrollo del producto o del prototipo. En esta etapa, según los estudios y las entrevistas realizadas, lo normal es que la *startup* tenga un valor de entre 10.000 euros (si solo tienes la idea) hasta 100.000 euros si ya estás empezando a desarrollarla (para una empresa tecnológica este paso se daría al contar con un programador que empiece a desarrollar el producto).

La forma más común de financiarse en este estadio de la *startup* es acudiendo a familiares y amigos, lo que los anglosajones llaman las 4Fs – *founders, family, friends and fools*, es decir, el capital de los fundadores, familiares, amigos e insensatos que se fíen del proyecto desde el primer momento.

Es común empezar de esta manera porque al presentar el proyecto ante otro tipo de inversores más adelante es importante que el emprendedor demuestre varias cosas:

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

que confía tanto en el éxito de su proyecto como para invertir su propio dinero en él, que ya hay otras personas dispuestas a confiar en su proyecto y que es capaz de venderlo suficientemente bien como para haber conseguido inversores en un estadio tan temprano.

Si por el contrario no has conseguido nada de capital en el momento de presentar tu pitch, tendrás más dificultades para conseguir inversores, ya que ver que otros han invertido es siempre un incentivo extra.

La **segunda etapa** podríamos decir que empieza cuando se tienen algunos inversores de los mencionados anteriormente y cuentas con un prototipo de tu producto. En esta etapa las *startups* suelen tener una valoración de hasta 300.000 euros. El capital invertido en esta etapa se llama capital de puesta en marcha o "*start up capital*".

Las opciones de financiación que mejor se adaptan a esta fase son dos: las aceleradoras o los *business angels*, que no son excluyentes, de hecho es común combinar ambas opciones.

Las aportaciones que hacen los *business angels* suelen rondar los 50.000 euros, y las de las incubadoras son muy variadas, dependiendo de la aceleradora y del proyecto pueden oscilar entre los 6.000 y los 500.000 euros (estas aportaciones tan grandes más bien corresponden a las aceleradoras, para empresas en fase de crecimiento).

La *startup* entra en la **tercera etapa** cuando ya tiene clientes y empleados y ya la empresa tiene cierta facturación. Su valoración en esta fase como mínimo suele ser de 200.000-300.000 euros y puede llegar hasta un millón de euros. El capital invertido seguiría siendo *start up capital*.

En esta fase los inversores que hemos explicado anteriormente ya se le quedan pequeños, por lo que en esta fase lo ideal es recurrir a fondos de *venture capital*. Este tipo de fondos suele hacer una inversión que oscila entre los 100.000 euros hasta el millón de euros, siendo mayor en algunos casos. Suele ser común que, más adelante cuando entren inversores grandes, quieran hacer un *exit*.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Éste también es un buen momento para recurrir a financiación de organismos públicos como Enisa y a otros como Caixa que facilitan préstamos convertibles.

Cuando la empresa ya es un negocio sin pivotar (lo que significa que el modelo de negocio es sólido y no va cambiando para adaptarse a los obstáculos que surjan) y factura alrededor de un millón al año, ya no es suficiente con los inversores de los que hemos hablado, es necesario ir un paso más allá, a lo que se llamará **etapa cuatro**. Aquí la *startup* suele tener un valor de entre 500.000 y 2 millones de euros y empieza a necesitar lo que se conoce como capital para la expansión o rondas serie A, en las que se suele levantar entre 1 y 3 millones, para lo que se recurre a fondos más grandes. Si crece un poco más entraríamos en lo que en esta investigación se ha llamado la **etapa cinco**. Ésta es una etapa complicada para las *startups* que se desarrollan en España, ya que con esta investigación hemos constatado que en nuestro país no hay prácticamente inversores para compañías de estas características, ya que son demasiado grandes para seguir financiándose como hasta ahora, a través de pequeños fondos de *venture capital* (y por supuesto son demasiado grandes para el resto de opciones que hemos expuesto en los puntos anteriores), y son demasiado pequeñas para que los fondos de *private equity* tradicionales (excluimos de aquí el *venture capital*) inviertan en ellas. Estas rondas se conocen con el nombre de “rondas serie B”, en las que se captan entre 5 y 10 millones de euros, y los inversores idealmente son fondos más grandes aún.

En esta etapa en España no está tan claro cuál es la mejor forma de seguir levantando capital. Las opciones más comunes son las siguientes:

- Conseguir que algún fondo de *private equity* invierta en tu empresa, aunque esto sería de manera excepcional, ya que su actividad de explotación la realizan invirtiendo en empresas más grandes.
- Conseguir que los fondos de *venture capital* de los que hemos hablado antes inviertan cantidades superiores a las que venían invirtiendo hasta ahora (que ya no son suficientes), buscar algún fondo de *venture capital* de mayor tamaño, aunque se nos

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

seguiría quedando pequeño, porque normalmente estos fondos invierten cantidades inferiores a las que necesitaría una empresa en esta fase.

- Financiarse a través de *family offices* que estén dispuestos a invertir cantidades más grandes (este tipo de gestores manejan su dinero sin tener que ajustarse a su actividad de explotación y a sus empresas objetivo como puede ocurrir con las incubadoras, los fondos de *venture capital* o de *private equity*), aunque tampoco es demasiado habitual que quieran invertir tanto como la empresa necesitaría en este momento.

- Buscar financiación fuera de España. En particular se ha identificado que Londres, Berlín, Tel Aviv, San Francisco y Nueva York son ciudades atractivas para la búsqueda de inversores de estas características (un poco más grandes que los fondos de *venture capital* pero no tanto como un *private equity* tradicional). Sería útil buscar fondos fuera de España que ya hayan financiado proyectos de las mismas características antes, aunque para esto es importante que el mercado objetivo sea global.

- La última de estas opciones y la más interesante junto con la anterior, es la posibilidad de acceder al MAB (Mercado Alternativo Bursátil Español) o al MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija). Las *startups* que ya cuenten con cierto tamaño podrían salir a bolsa o emitir deuda en estos mercados, consiguiendo un gran acceso a financiación y ofreciendo un *exit* a sus inversores.

Hay que añadir que el MAB no está funcionando todo lo bien que debería por falta de liquidez. Por eso otra opción podría ser acceder al AIM (*Alternative Investment Market*), el mismo mercado alternativo bursátil en Reino Unido, que está funcionando muy bien. Aquí como en otras tantas situaciones vuelve a ser crucial un mercado objetivo global, aunque hemos comprobado que no hace falta ser una empresa inglesa ni con sede social en Reino Unido para acceder a él.

Respecto a los **préstamos convertibles y participados**, se puede recurrir a ellos en casi cualquier etapa, aunque no suelen ser los primeros en entrar, por lo que podemos descartar esta opción para la primera etapa (4Fs). Debido a los préstamos que suelen conceder, que oscilan entre los 50.000 y 100.000 euros aunque a veces pueden ser

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

mayores, esta opción tampoco es la ideal para la etapa cuatro y etapas posteriores, ya que las necesidades de capital en estas etapas son mayores. Por lo tanto podríamos decir que las etapas más adecuadas para recurrir a los préstamos convertibles son la etapa 2 y la etapa 3.

Respecto al **crowdfunding**, después de realizar esta investigación hemos observado que con las restricciones actuales en España no puede suponer una gran fuente de fondos, quizá podría ser adecuada para las primeras etapas. A pesar de esto hay confianza en que poco a poco esta forma de financiación irá aumentando su popularidad en nuestro país y se reducirán las restricciones.

También hemos mencionado a lo largo de la investigación la posibilidad de contratar una **consultora** para poner al emprendedor en contacto con inversores. Tras haberlo analizado y comentado con expertos, se recomienda esta opción, ya que aunque sea más cara, es más eficiente.

Para terminar, **otras conclusiones** a las que se ha llegado gracias a esta investigación son las siguientes:

Por un lado, que a la hora de invertir en *startups* es clave la inversión en una cartera de varios proyectos, porque ganar invirtiendo sólo en una *startup* es muy difícil y arriesgado.

Por otro lado, se ha querido profundizar en el tema de la valoración de *startups*, aunque las conclusiones obtenidas no son del todo claras. Se ha constatado que se trata de un tema complicado sobre el que hay una gran diversidad de opiniones. La conclusión extraída se puede resumir en que la decisión de inversión en una *startup* se trata en gran parte de una **apuesta** por el proyecto, y no tanto de una valoración numérica.

Para concluir esta investigación se mencionarán algunas posibles futuras líneas de investigación derivadas de ésta que sería interesante desarrollar para complementarla.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

En primer lugar analizar con mayor profundidad las iniciativas del gobierno, y en cómo éste puede incentivar el emprendimiento facilitando el acceso a la financiación (por ejemplo eliminando las restricciones sobre la inversión máxima en *equity crowdfunding*).

En segundo lugar realizar un análisis de casos de *startups* lanzadas en España en los últimos años para ver principalmente cómo se han financiado y confirmar la existencia del famoso *gap*.

## BIBLIOGRAFÍA

Adara venture partners. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://www.adaravp.com/>

Agencia Catalana para la Competitividad de la Empresa. Extraído a 24 de marzo de 2014 desde <http://accio.gencat.cat/cat/>

AIM. "Alternative Investment Market UK". Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>

Alemany, L., Álvarez, C., Planellas, M. y Urbano, D. (2011). Libro blanco de la iniciativa emprendedora en España. Barcelona: ESADE Entrepreneurship Institute.

Asociación Española de Business Angels (AEBAN). Extraído a 24 de marzo desde <http://aeban.es/>

Asociación Española de Business Angels. Extraído a 24 de marzo de 2014 desde <http://www.aeban.es/empresa>

Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI). Extraído a 4 de marzo de 2014 desde <http://www.ascricri.org/ascricri.php?seccion=1&subseccion=1>

Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo. *Retos para el cambio: Inversión, Innovación, Internacionalización*. Anuario ASCRI Capital Riesgo 2012.

BAE "Business Angels Europe". Extraído a 25 de marzo de 2014 desde <http://www.businessangelseurope.com/SitePages/default.aspx>

Banco Europeo de Inversiones. Extraído el 30 de marzo de 2014 desde [http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/eib/index\\_es.htm](http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/eib/index_es.htm)

Barcelona Activa. Extraído el 24 de marzo desde <http://www.barcelonactiva.cat/barcelonactiva/es/que-es-barcelona-activa/quienes-somos/index.jsp>

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

BIC Granada. Extraído a 7 de marzo de 2014 desde <http://bicgranada.org/es/index.cfm>

Bygrave, W. y Reynolds, P. (2003). Who finances startups in the USA? A Comprehensive Study of Informal Investors, 1999-2003, Babson College and London Business School.

Colomer, A., Queralt, M. et al. (2008) Estudio Redes Españolas de Business Angels: Investigación de procedimientos y volumen de mercado. Publicaciones del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Gobierno de España con ESBAN, Red Española de Business Angels. Extraído a 25 de marzo de 2014 desde <http://www.ipyme.org/Publicaciones/VolumenDeMercado.pdf>

Comillas Emprende. Universidad Pontificia Comillas. Extraído a 19 de marzo desde [http://web.upcomillas.es/servicios/emprendedores/documentos/serv\\_empr\\_conc\\_ba\\_se.pdf](http://web.upcomillas.es/servicios/emprendedores/documentos/serv_empr_conc_ba_se.pdf)

DaD “Digital Assets Deployment”. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://www.dad.es/informacion/que-es-dad>

Dans, E. (2014) Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://www.enrquedans.com/2011/04/con-roberto-saint-malo-en-el-electivo-managing-the-tech-startup.html>

EBAN: The European Trade Association for Business Angles, Seed Funds and other early stage market players. Extraído el 24 de marzo de 2014 desde <http://www.eban.org/about-eban/>

El Confidencial. “Vitamina K, otra forma de invertir en startups tecnológicas”. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://www.elconfidencial.com/tecnologia/2012/06/09/vitamina-k-otra-forma-de-invertir-en-startups-tecnologicas-2510>

Enel. “Enel lab”. Extraído a 25 de marzo de 2014 desde <http://lab.enel.com/es/presentation/what>

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Enisa Empresa Nacional de Innovación. Extraído a 24 de marzo desde <http://www.enisa.es/es/quienes-somos>

European Venture Capital Association (EVCA). Extraído a 4 de marzo de 2014 desde <http://evca.eu/>

Evans y Jovanovic (1989). *Model of Entrepreneurial Credit Constraints*. National Bureau of Economic Research.

Everis Digital. “La apuesta por el talento”. Extraído a 25 de marzo de 2014 desde <http://www.everis.com/spain/es-ES/sala-de-prensa/noticias/Paginas/everis-digital-talento-startup.aspx>

Fondo Isabel la Católica. Extraído a 25 de marzo desde <http://www.axispart.com/fondos-de-gestion/fondo-isabel-la-catolica/que-es-el-fondo-isabel-la-catolica-eaf-spain/>

François Derbaix. Extraído a 24 de marzo de 2014 desde <http://www.abc.es/tecnologia/redes/20130919/abci-francois-derbaix-entrevista-emprendedor-201309181444.html>

Fundación José Manuel Entrecanales. “Investigación, desarrollo e innovación en sostenibilidad”. Extraído el 24 de marzo de 2014 desde <http://www.fjme.org/>

Gamesa. “Estrategia de diversificación tecnológica”. Extraído a 25 de marzo de 2014 desde <http://www.gamesacorp.com/recursos/noticias/gamesa-estrategia-de-diversificacion-tecnologica.pdf>

García Méndez, I. (2013). Crecer al calor de las nuevas incubadoras, *Blog Emprendedores.es*. Extraído a 5 de Enero de 2014 desde <http://www.emprendedores.es/crear-una-empresa/incubadoras-de-empresas/crecer-al-calor-de-las-nuevas-incubadoras>

García Stuyck, M. (2010). El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las pymes. *Revista Española de Capital Riesgo*. (Nº1, págs. 81-86)

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Genbeta (2014). "Rocket Internet: el polémico imperio de los hermanos Samwer".  
Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://www.genbeta.com/especiales/rocket-internet-el-polemico-imperio-de-los-hermanos-samwer>

Gentry, W. y Hubbard, R. (2004). Entrepreneurship and household saving. Columbia University.

Grow.ly. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://grow.ly/>

IE Business School. "Programa de inmersión para business angels" extraído a 25 de marzo de 2014 de <http://businessangels.ie.edu/>

IESE Business School. "IESE Private investors network". Extraído el 24 de marzo de 2014 desde <http://www.iese.edu/es/empresas-instituciones/apoyo-nuevas-empresas/business-angels/servicios-y-actividades/>

Insa. "Pontegadea". Extraído el 25 de marzo de 2014 desde [http://www.insags.com/historias\\_exito/pontegadea.html](http://www.insags.com/historias_exito/pontegadea.html)

Kerr, W y Nanda, R. (2009). Financing constraints and entrepreneurship, *Working paper 15498*, National Bureau of Economic Research.

Kibo Ventures. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://kiboventures.com/>

King, G. y Levine, R. (1997). *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. Journal of Economic Literature Vol. XXXV. University of Virginia.

Kickstarter. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <https://www.kickstarter.com/>

L. Alemany, C. Álvarez et al. (2011). *Libro blanco de la iniciativa emprendedora en España*. Barcelona: ESADE Entrepreneurship Institute

Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. Boletín oficial del Estado.

Loogic. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://loogic.com/marketplace-loogic/?o=subnav>

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

MAB. “Mercado Alternativo Bursátil Español”. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>

Madrid Emprende. Extraído el 24 de marzo de 2014 desde <http://www.madridemprende.com/index.php?q=presentaci%C3%B3n>

MARF. “Mercado Alternativo de Renta Fija”. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeMARF.aspx>

Mola. Extraído a 7 de marzo de 2014 desde <http://mola.com/es/>

Mollick, E. (2013). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*. The Wharton School of the University of Pennsylvania, US

Omega gestión. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://www.omega-gi.com/OmegaGestion/default.htm>

Revista española de capital riesgo. (2013). “Adara ventures”. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde [http://www.recari.es/ficha\\_inversor.php?id=153](http://www.recari.es/ficha_inversor.php?id=153)

Samyroad. Extraído a 17 de marzo de 2014 desde <http://samyroad.com/>

Samyroad. (2014). “Samyroad: Share your passion”

Schwienbacher, A. y Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. En Schwienbacher, A. y Larralde, B. *Handbook of Entrepreneurial Finance*. Oxford University Press.

Seaya ventures. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://seayaventures.com/es/posts-company/quienes-somos/>

Tejada, R. (2003). Venture Capital Policy Review: Spain. *OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2003/18*, OECD Publishing.

Tetuan Valley. “The first non-for-profit pre-accelerator program for startups in Europe” Extraído el 24 de marzo de 2014 desde <http://tetuanvalley.com/>

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Todostartups. Extraído a 5 de marzo de 2014 desde <http://www.todostartups.com/tag/definicion-startup>

Top Seeds Lab “Financiación inicial, mentores y networking”. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://topseedslab.com/>

Torreal. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://www.torreal.com/cartera.html>

Ueia. “Emprendimiento+social+tecnología”. Extraído el 25 de marzo de 2014 desde <http://www.ueia.com/>

Wayra. Extraído a 5 de marzo de 2014 desde <http://wayra.org/>

Web Capital Riesgo. Extraído a 5 de marzo de 2014 desde <https://www.webcapitalriesgo.com/>

## ANEXOS

### 1. ANEXO 1

Entrevista a Juan Sánchez-Herrera, fundador y CEO de Samyroad:

**P: Para empezar, me gustaría que me hablaras de tu negocio. ¿Qué es Samyroad y cuándo nació?**

**R:** Samyroad es una plataforma de contenido online donde individuos con influencia sobre determinados colectivos conectan y recomiendan productos, servicios y eventos de forma organizada, monetizando esas recomendaciones a través de un sistema innovador.

Samy fue fundado por cuatro socios, tres a parte de mí, en mayo de 2012 y se lanzó al público en junio de 2013 en la forma que tiene hoy, tras nueve meses de desarrollo. Para la creación y desarrollo de la plataforma, hicimos dos rondas de inversores en las que levantamos medio millón de euros. A la primera acudieron familiares y amigos, y a la segunda algunos business angels y varias instituciones financieras como un fondo pequeño de venture capital y Enisa y Caixa capital risk, que nos concedieron cada una un préstamo convertible, de 100.000 y 50.000 euros respectivamente.

A día de hoy, en febrero de 2014 ya tenemos 180.000 usuarios y hemos facturado 200.000 euros.

Se nos ocurrió esta idea porque identificamos una oportunidad en el mercado online: hay demasiada información y demasiado desordenada, por lo que es muy difícil acceder de manera rápida a contenidos de calidad y que sean de tu interés, y queremos poner solución a esto con nuestra plataforma.

**P: ¿Cómo se financia Samyroad, y sobre todo, cómo os financiasteis en la primera etapa de lanzamiento?**

**R:** Al principio, sólo teníamos una idea y un power point, por lo que tuvimos que desarrollar un pitch muy bueno para convencer a la gente de que realmente podíamos

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

llevar a cabo este proyecto. A veces no se le da la suficiente importancia, pero tener un buen pitch es importantísimo, porque al principio es lo único que tienes para persuadir a inversores de que crean en él. También es muy importante presentar un prototipo de tu producto, y si como en nuestro caso, se trata de una plataforma online es importante tener un modelo de cómo va a funcionar. Todo lo que contribuya a hacer tu idea más real ayuda. Lógicamente, a medida que el negocio ha ido creciendo hemos ido adaptando nuestro pitch a la nueva situación y a las nuevas necesidades de capital.

La primera ronda que hicimos para levantar capital fue a personas cercanas a nosotros, familiares y amigos principalmente. En esa primera ronda conseguimos levantar medio millón de euros.

Luego hicimos una segunda ronda en la que obtuvimos financiación de algunos business angles españoles y de un fondo pequeño de venture capital, además de fondos de Enisa Capital Risk y Caixa Capital Risk, que nos concedieron cada una un préstamo convertible.

Ahora mismo estamos preparando nuestra tercera ronda de inversores, en la que pretendemos conseguir capital de un fondo de venture capital, de un family office, y también estamos negociando con algunos fondos serie B, que suelen hacer inversiones más grandes que los inversores que hemos tenido hasta ahora, ya que suelen rondar los 5 millones de euros aproximadamente. Contar con este tipo de inversores sería un paso importante para nosotros.

Nuestra idea en esta tercera ronda es levantar entre uno y tres millones de euros, lo que es bastante atípico, ya que estamos yendo muy rápido, hemos crecido mucho y en pocas rondas ya estamos buscando levantar una cantidad muy grande, lo normal es ir más lento, pero hemos tenido suerte.

**P: ¿Cómo supisteis dónde buscar la financiación, y a quién recurrir?**

**R:** Hicimos mucha investigación previa a lanzar nuestro proyecto. Sobre todo estudiamos casos de muchísimas startups con características parecidas que se

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

hubiesen lanzado en los últimos años, y comparando los diferentes casos fuimos viendo qué era lo mejor en cada momento.

**P: ¿Cómo es la situación de Samy hoy, a nivel de negocio?**

**R:** Pues abrimos la plataforma al público con la forma que tiene hoy en junio del año pasado (2013) y a día de hoy, en febrero de 2014 tenemos 180.000 usuarios y hemos facturado 200.000 euros. Además también hemos lanzado la aplicación para iphone y estamos empezando a poner en marcha un nuevo servicio de la plataforma que busca monetizar las recomendaciones de productos que hacen personas como trendsetters o famosos que tienen mucho impacto en determinados grupos sociales.

**P: ¿Cuáles son algunas de las mayores dificultades a las que os enfrentáis o a las que os habéis enfrentado?**

**R:** Una de las primeras dificultades con las que nos encontramos fue lo difícil que es valorar una startup, porque no son muy útiles los métodos de valoración tradicionales en estos casos. Mucha gente nos dice que los métodos que usamos son muy poco precisos, por eso es importante explicar bien cómo valoramos nuestra empresa, ya que según el método que uses te pueden salir valores muy distintos, que no tengan nada que ver uno con otro.

Otra de las principales dificultades nos la estamos encontrando ahora, más que al principio, y es que ahora que somos un poco más grandes y estamos más desarrollados necesitamos inversores que hagan inversiones más grandes, y es difícil encontrar en España inversores dispuestos a aportar el capital que necesitamos en este momento. Básicamente, somos demasiado grandes para los inversores a los que habíamos recurrido hasta ahora, y demasiado pequeños para pasar al nivel de los private equities más grandes. La solución ideal serían fondos de venture capital pero de mayor tamaño que a los que hemos recurrido hasta ahora, o family offices que estén dispuestos a hacer una inversión mayor, pero este perfil de inversores no es muy común en España, y nos está costando encontrarlo aquí. Por eso estamos buscando inversores fuera de España, en concreto hemos identificado que Londres, Berlín, Tel Aviv, San Francisco y

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Nueva York son ciudades atractivas para la búsqueda de inversores de estas características (un poco más grandes que los fondos de venture capital pero no tanto como un private equity tradicional).

### **P: ¿Qué consejos darías a futuros emprendedores?**

**R:** Lo más importante es poder hacer lo que te gusta, encontrar tu pasión y poner pasión en el proyecto, porque así te esforzarás al máximo por sacarlo adelante y no te importarán los sacrificios que tengas que hacer.

A parte de eso las claves son un buen equipo, complementario, con el que te lleves bien, y un buen pitch.

### **P: Según tu experiencia, ¿qué buscan los inversores a la hora de invertir en un proyecto como el tuyo?**

**R:** A la hora de decidir invertir en un proyecto, los inversores buscan que éste cumpla una serie de requisitos, que según mi experiencia son:

Obviamente, que la idea sea buena y aporte algo nuevo, pero casi tan importante como eso es que el proyecto tenga un buen equipo humano, que sea complementario y experimentado.

También se fijan en el tamaño del mercado al que te diriges, si existe competencia, y si es una idea totalmente nueva o si es nueva en el mercado al que te diriges pero ya existe en otro mercado. Al contrario de lo que pueda parecer, muchos inversores valoran más que la idea ya exista en otro mercado, porque demuestra que es viable y puede tener éxito, y disminuye un poco la incertidumbre que siempre rodea la creación de una startup. (Un ejemplo muy típico es el de un producto tecnológico que ya exista en Estados Unidos y que un emprendedor busque traer al mercado español).

Los inversores dan mucha importancia a las proyecciones de financiación que tenga la startup en su business plan, a cuánta financiación quiera conseguir en cada fase de su crecimiento y cómo pretenda hacerlo, y sobre todo, al roadmap de la compañía, que

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

es un “mapa” que contiene la planificación temporal de los hitos que pretende conseguir la compañía en cada momento y su valoración.

Otro factor que los inversores tienen muy en cuenta a la hora de valorar un proyecto es la distribución del presupuesto, a qué va a destinar la empresa el dinero que inviertan en ella.

También valoran el hecho de que el producto sea escalable, es decir que pueda crecer exponencialmente sin que sus costes se disparen, que el producto crezca mucho y muy rápido pero no sus costes).

Y como he dicho antes, un buen pitch es clave para comunicar bien todas estas cosas.

**P: Das mucha importancia al pitch, ¿Cómo debe ser un buen pitch de un emprendedor?**

**R:** Yo estructuraría el pitch de la siguiente manera (obviamente hablamos de muy al principio, antes de lanzar el proyecto, cuando solo tenemos una idea, luego a medida que esa idea se vaya desarrollando el pitch irá siendo más completo):

Primero hay que hablar del problema que has identificado y la solución que propones para él con tu producto. También del mercado al que te diriges y sobre todo, de dónde está la oportunidad en ese mercado.

En segundo lugar, estaría bien poner un ejemplo de cómo va a funcionar tu producto, con un prototipo o un modelo si se trata de algo online.

En tercer lugar siempre es útil exponer un business case de una situación en la que se vea el problema y cómo tu producto pone solución a eso.

En cuarto lugar hay que presentar al equipo que llevará a cabo el proyecto.

En quinto lugar habrá que hablar de financiación, cuánto necesitas y cómo piensas conseguirlo.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

En sexto lugar yo pondría el roadmap: desarrollo, lanzamiento y marketing, hitos, objetivos, todo ello situado en el tiempo, cuándo vas a conseguir cada cosa.

Y por último la distribución del presupuesto – a qué vas a destinar los fondos que obtengas.

**P: En tu opinión, ¿hay algo importante que un emprendedor que está empezando a buscar financiación deba tener en cuenta y de lo que no se hable normalmente?**

**R:** Pues mira, ya que lo mencionas, sí lo hay. Hay que tener en cuenta un aspecto muy importante, que es evitar que los socios fundadores pierdan el control de la startup. A medida que van entrando inversores la participación de los socios fundadores (que son los gestores también) se va diluyendo, pero nunca deben perder el control, ya que gran parte del valor en las startups lo aporta el quipo humano que las crea, y los inversores, sobre todo en las primeras etapas, invierten en el proyecto por eso. Si pierden el control las decisiones las tomarán los socios mayoritarios, y se convertirá en un proyecto distinto a aquél que los primeros inversores habían decidido apoyar.

**P: ¿Cómo recomiendas empezar a buscar financiación para una startup? ¿Cuál sería el primer paso que hay que dar?**

**R:** Al principio lo más fácil es acudir a familiares y amigos. Además, es bueno porque así cuando presentes el proyecto a inversores que no te conocen de nada, puedes presentarles algo más que solo una idea y una presentación. Así demuestras que confías en tu propio proyecto como para invertir su propio dinero y el de las personas cercanas a ti en él, que ya hay otras personas dispuestas a confiar en el proyecto y que eres capaz de venderlo suficientemente bien como para haber conseguido inversores en un estadio tan temprano.

Si no has conseguido nada de capital en el momento de presentar tu pitch, tendrás más dificultades para conseguir inversores, ya que ver que otros han invertido es siempre un incentivo extra.

**P: ¿Y una vez que has recurrido a familiares y amigos, cuál sería el siguiente paso?**

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

**R:** En el siguiente paso tienes dos opciones, las incubadoras o los business angels, y después de eso, cuando ya la startup está más desarrollada y tiene clientes, empleados y cierta facturación, los inversores anteriores se le quedan pequeños, y lo ideal es recurrir a fondos de venture capital, de tamaño más bien pequeño.

Cuando la empresa ya es un negocio consolidado es necesario ir más allá, y ahí es donde antes he dicho que en España hay problemas para encontrar este tipo de financiación.

**P: Antes has dicho que valorar una startup es muy difícil. ¿Qué opciones hay para hacerlo y cómo valoráis vosotros Samyroad?**

**R:** Se pueden utilizar los típicos métodos de valoración, como el descuento de flujos de caja y la valoración por múltiplo de empresas y transacciones comparables, pero no son muy fiables para este tipo de empresas y según el método que utilices te pueden dar valoraciones muy distintas. Nosotros usamos todos, pero a la hora de fiarnos y de presentar nuestra valoración a inversores, solemos fijarnos en la valoración basada en métricas, como por ejemplo el crecimiento de las ventas, la rentabilidad por usuario, el lifetime value del usuario vs el coste del usuario, y también nos fijamos en lo que nosotros llamamos el método del sentido común, valorando la empresa según los nuevos socios que entren y el capital que aporten, y el porcentaje en que estemos dispuestos a diluirnos los socios fundadores, que ahora mismo tenemos el 80%.

**P: Bueno, pues esto es todo, muchísimas gracias por tu tiempo, y mucha suerte con vuestro proyecto.**

**R:** Muchas gracias, lo mismo digo.

2. ANEXO 2

Entrevista a Maite Ballester, socia de 3i y presidenta de ASCRI en 2011 y 2012:

**P: Quería preguntarte, desde tu perspectiva de inversor en 3i y a nivel individual, tu opinión acerca de varios aspectos de la financiación de startups. En primer lugar, me gustaría que me comentaras según tu experiencia qué es lo que busca un inversor en un proyecto de este tipo para decidir invertir en él.**

**R:** Hay varias cosas importantes que hay que evaluar en un proyecto. En primer lugar tiene que tener una idea o tecnología rompedora, pero que por otro lado ya exista de alguna manera. Puede ser informatizar un proceso que ya exista, trasladar algo que existe de forma parecida en otro mercado, etc. Pero un concepto que nunca haya existido antes es algo muy complicado, porque para empezar no se sabe si el mercado está preparado para aceptarlo y usarlo y si ni si quiera se plantea la necesidad que supuestamente satisface ese producto. Además un equipo bueno es importante, sobre todo que tenga experiencia.

Algo muy importante en lo que algunos emprendedores no se fijan al evaluar la viabilidad de su idea es el “time to market”, es decir si el mercado en este momento está preparado para el producto, o si por el contrario, éste es demasiado innovador y no se va a vender.

Los inversores también valoran que se les presente una exit strategy, porque la mayoría, sobre todo los fondos de venture capital quieren mantener la inversión durante un horizonte temporal de entorno a unos 3 o 5 años, no quieren permanecer como socios de la empresa a lo largo del tiempo. Esta estrategia de salida puede ser la compra de la startup por parte de una compañía grande que quiera incluir esa tecnología en su empresa, como podría ser Siemens, Intel, Microsoft, etc. También puede ser salir a bolsa o la compra de la startup por otro fondo de mayor tamaño.

Otro aspecto importante es que el producto sea escalable. Hoy en día un inversor nunca estará interesado en un producto cuyo mercado objetivo sea solo España. A la

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

hora de valorar la viabilidad de un proyecto hay que preguntar cuál es su mercado objetivo y cómo de escalable es.

En último lugar, algo que personalmente busco en los emprendedores es la ambición. Es importante tener ambición en cuanto a tu proyecto, y querer que éste llegue al fin del mundo, porque igualmente es difícil que se cumplan las expectativas y objetivos que tienes para él, siempre te quedarás un poco por debajo, por lo que si tu objetivo es cien, alomejor te quedas en setenta, pero si tu objetivo es 10 te quedarás en 7.

**P: ¿Si tuvieses que recomendar un tipo de financiación para una startup, ¿cuál elegirías?**

**R:** Elegiría los fondos de venture capital, que trabajan con una dinámica parecida a nosotros aunque en otro tipo de proyectos y con un horizonte temporal más corto.

La mayoría se especializan por sectores verticales, por ejemplo algunos de los más típicos son e-commerce, biotech, software, y llevan esta especialización muy a rajatabla, es decir que si un proyecto no encaja en esa categoría lo descartan automáticamente.

Esto hace que la oferta de VCs que hay en España, que no es muy grande de por sí, se reduzca considerablemente. Si VCs en España hay entorno a diez o doce, y la gran mayoría están muy especializados, al final la oferta de este tipo de fondos a la que puede acceder el emprendedor se reduce a dos o tres.

Los VCs para invertir en una startup buscan que el proyecto esté ya bastante avanzado. Lo normal es que no inviertan nunca antes de la ronda 3 (contando la ronda uno como 4Fs y la ronda dos como una incubadora o algo así).

La inversión que suelen hacer los VCs es de mínimo un millón de euros, por eso buscan que el proyecto esté desarrollado hasta cierto punto.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

**P: ¿Vosotros en 3i os habéis planteado alguna vez invertir en proyectos pequeños, por ejemplo *startups*, aunque sea como parte de la responsabilidad social corporativa? ¿Por qué?**

**R:** Los grandes fondos nunca invierten en *startups*, solo a veces los socios a nivel personal, e incluso eso está un poco “controlado” para que no se dediquen a estudiar proyectos que no estén relacionados con el fondo. En 3i a la hora de seleccionar un proyecto tenemos una inversión mínima de 50 millones de euros.

**P: ¿Cómo puede un emprendedor ponerse en contacto con posibles inversores?**

**R:** Puedes buscarlos tú mismo, hablando con unos y con otros, pero la manera más eficiente es contratar a un asesor que te ayude a buscar inversores. En Estados Unidos, donde contratan asesores para casi todo, es muy habitual hacer esto, mientras que en España no gusta mucho, ya que los emprendedores suelen pensar, “mejor lo hago yo, que es más barato”.

Es verdad que es más barato, pero yo soy partidaria de contratar a un asesor que esté especializado en eso, ya que siempre lo hará mejor que el emprendedor si éste no tiene experiencia en ese terreno. Además, no tiene por qué ser muy caro, una opción es contratar a una boutique de M&A, que además con la situación actual están deseando encontrar proyectos interesantes, aunque no cobren mucho por ellos, y le puedes pagar según el éxito que tenga, es decir, con un porcentaje sobre el capital que consiga levantarte.

**P: Ahora está muy de moda el equity crowdfunding, ¿qué opinas sobre estas iniciativas?**

En Estados Unidos lleva bastante tiempo haciéndose ya, y funciona muy bien, pero en España han limitado la inversión a 3.000 euros por inversor, lo que me parece un gran error.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

La idea del equity crowdfunding me parece buena, sobre todo porque, de la forma en que está organizada, sigue un modelo de inversión que se basa en crear una cartera de inversiones en varias startups.

Como sabrás, el crowdfunding se organiza en plataformas que ponen en contacto a inversores con proyectos que buscan financiación. Varios inversores participan en esa plataforma, y entre todos crean un fondo que es el que invierte en los distintos proyectos. De esta forma se invierte en un portfolio de varias startups, que es la clave, porque ganar invirtiendo sólo en una startup es muy difícil y arriesgado.

**P: Llega un punto en el desarrollo de la startup, en el que ya es demasiado grande para los BA, incubadoras y VCs pero demasiado pequeña como para que un PE, aunque sea pequeño, esté interesado en ella. ¿estás de acuerdo con que en este momento es difícil encontrar financiación de estas características en España? ¿Qué recomendarías hacer?**

Sí, estoy de acuerdo en que existe un gap en el que es muy difícil encontrar financiación para este tipo de empresas en España, porque nuestro mercado de VC es muy pequeño.

¿Qué hacer en este punto? Pues por un lado se puede recurrir a entidades como Enisa Capital Risk, que ofrecen préstamos convertibles. Es verdad que las cantidades no son demasiado grandes, pero todo suma. Luego también es interesante estudiar la financiación que proporcionan organismos como el Banco Europeo de Inversión (VER QUE HACE), que está especialmente interesado en colaborar con proyectos relacionados con temas de I+D.

De todas maneras, estas ayudas públicas siempre tienen que ir acompañadas de inversión privada, por lo que otros organismos que sería interesante estudiar son Axis, Everis initiative, Accenture, que son empresas que tienen una división para temas relacionados con startups que desarrollen tecnologías que puedan ser útiles en el sector en el que ellos operan, con la idea de colaborar en su desarrollo para en un futuro incorporarlas a sus operaciones.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

A parte de todo esto, quizá lo que yo recomendaría es buscar otros fondos fuera de España que ya hayan financiado algún proyecto parecido antes. Al haberlo hecho ya estarán más dispuestos a invertir en el proyecto. Aunque hay que tener en cuenta que esto está muy ligado a lo que decíamos antes del mercado objetivo. Si el mercado objetivo de la startup es solo España ningún fondo extranjero estará interesado en ella.

Un buen sitio para buscar financiación fuera de España es Israel, en concreto Tel Aviv, donde está muy desarrollado el tema de las startups, sobre todo de las incubadoras y aceleradoras y se impulsan mucho este tipo de actividades.

De hecho, en España muchas de las incubadoras se han basado en el modelo israelí, que consiste en que varios proyectos convivan en la sede de la incubadora mientras se desarrollan, y que colaboren entre ellos, compartiendo recursos. La que más se parece a este modelo en España es Wayra.

También sería interesante estudiar el mercado de venture capital de Estados Unidos, que supone el 70% del mercado de VC mundial, está mucho más desarrollado que el español y tiene más variedad de inversores, y de mayor tamaño, por lo que en ese mercado no existe el gap del que hablábamos.

Algunos private equities que se dirijan a un sector de empresas pequeñas sí podrían interesarse por estos proyectos cuando ya están en cierto grado desarrollados, podríamos decir que entrarían en la cuarta ronda o así.

Una cosa curiosa sobre esta situación es que, los emprendedores se quejan de que no hay financiación en España para ellos, (es verdad que este país no es uno de los que ofrecen más facilidades para ello), pero los VCs se quejan de que no hay buenos proyectos en los que invertir.

Otra posible salida sería el MAB (mercado alternativo bursátil español), las startups que ya cuenten con cierto tamaño podrían salir a bolsa en este mercado, consiguiendo

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

un gran acceso a financiación y ofreciendo un exit a sus inversores. Sin embargo este mercado no está funcionando demasiado bien, principalmente por la falta de liquidez.

Sin embargo el mismo mercado en Reino Unido, que se llama AIM (*alternative investment market*), está funcionando muy bien, por lo que una buena opción sería esa, la de salir al mercado alternativo bursátil inglés. Lógicamente esto habría que justificarlo con un mercado objetivo global, quizá con una sede en Reino Unido o algo así, pero aparte de estas pequeñas cosas, no es difícil acceder a este mercado.

**P: Una de las mayores dificultades relacionadas con la startups es la valoración, que se puede decir que es un poco subjetiva. Para decidir si invertir o no, ¿el inversor realiza su propia valoración, se fía de la valoración que le presentan, o cómo enfoca este tema?**

**R:** El tema de la valoración como bien dices, es un poco subjetivo en estos casos. Por eso al final se trata un poco de una apuesta por el proyecto, si crees que va a funcionar o no, y no tanto una decisión basada en números.

El inversor, respecto a la valoración que le presenta el equipo que lleva a cabo el proyecto, tiene en cuenta varias cosas:

En primer lugar suele tomar una visión pesimista, es decir cuenta con menos valor del que le dicen, y con unas perspectivas peores. Algunos incluso rebajan todos los valores al 50% o más.

En segundo lugar hay que revisar todos los supuestos y las hipótesis que se han usado en la valoración, para asegurarse de que son consistentes y no demasiado optimistas.

Es útil comparar con empresas de las mismas características, ya que supuestamente valdrán lo mismo, pero lo difícil es encontrar una empresa que sea realmente comparable.

En muchos casos los inversores como condición para invertir exigen un liquidation preference, que consiste en que, si las cosas no van como se espera, los inversores

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

tendrán el derecho a recuperar toda su inversión situándose en el orden de prelación por delante de los socios fundadores.

En la realidad también es cierto que se “negocia” un poco la valoración entre socios fundadores e inversores hasta llegar a un acuerdo.

**P: Esto es todo, muchísimas gracias por tu tiempo.**

**R:** Gracias a ti.

### 3. ANEXO 3

Entrevista a Agustín Moro, responsable de Inversiones Globales de Wayra y a Gonzalo Martín-Villa, CEO de Wayra.

**P: En primer lugar me gustaría que me contarais como elegís los proyectos con los que trabajáis y cómo funciona el proceso.**

**R:** Elegimos diez proyectos (te hablo de la aceleradora de Madrid) que suelen ser proyectos digitales, del sector de ECT. Los aceleramos durante un período de entre 8 y 10 meses según un modelo de aceleración integral.

Buscamos proyectos que estén en su etapa de nacimiento, y abrimos convocatorias para el “proceso de selección”, que damos a conocer a través de redes sociales principalmente. Esta convocatoria está abierta durante un mes al final del cual elegimos los 10 proyectos que más nos gusten.

**P: ¿En qué os fijáis para elegir un proyecto?**

**R:** Nos fijamos en cuatro dimensiones principalmente, que son la escalabilidad del producto, el grado de innovación, el grado de madurez y desarrollo del proyecto y el equipo que lo forma.

Lógicamente lo ideal sería elegir proyectos que tengan un buen *fit* con Telefónica, porque les podemos ayudar más, pero no nos centramos solo en eso.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

**P: ¿Qué ventaja tiene Wayra respecto de otras aceleradoras u otras formas de financiación como un *business angel*?**

**R:** La gran ventaja de Wayra es que cuenta con el apoyo de Telefónica y con todos sus recursos, clientes, etc., lo que da a las *startups* unas oportunidades y facilidades de acceder a todo eso que casi ninguna otra aceleradora da.

Nuestros referentes son las aceleradoras israelíes, que son pioneros en todo este tema y lo tienen muy desarrollado, y también las de Silicon Valley. Sin embargo en estos lugares las aceleradoras no ofrecen lo que ofrecemos nosotros, no cuentan con el apoyo, no solo financiero, sino de todo lo demás, de una multinacional como Telefónica.

Además, Wayra tiene presencia en varios países, lo que es una gran oportunidad para los emprendedores de acceder a diferentes mercados de forma rápida, más fácil y con un coste menor. Con una llamada de teléfono un emprendedor de una *startup* en Perú puede estar accediendo al mercado de Brasil en 24 horas, algo que en condiciones normales te puede llevar un año.

**P: Respecto a la financiación en sí, ¿cómo gestionáis ese tema y qué participación de la empresa os interesa?**

**R:** Cuando empezó el proyecto, en 2011, hacíamos una aportación económica de alrededor de 50.000 euros a cambio de un 10% del capital, y dábamos el mismo trato y la misma valoración a todas las *startups*, porque al tener tantas nos costaba mucho tiempo ir analizando cada caso para dar diferentes valoraciones y obtener diferentes participaciones en cada una.

Ahora hacemos algo que es más ágil, financiamos a través de un préstamo convertible, es decir, no entramos inmediatamente en el capital.

La cantidad es la misma, pero al principio es un préstamo, y cuando la *startup* cuenta con inversión de terceros, que pueden ser *business angels* o fondos de *venture capital*, entonces usando la valoración de la empresa que han hecho esos terceros,

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

convertimos nuestro préstamo en acciones. Dependiendo de la valoración de la empresa obtendremos un porcentaje mayor o menos de participación, pero nosotros establecemos un suelo y un techo que son un 7% como mínimo de participación y un 10% como máximo. El préstamo tiene una duración de dos años, y una de las condiciones es que, a vencimiento, siempre lo convertimos en capital.

Por si las cosas van mal, tenemos comprada una *put*, una opción de venta, en la que vendemos nuestra participación en la *startup* a sus fundadores por un euro, y lógicamente ellos están obligados a comprarla. El precio es algo simbólico y nos permite salir de la inversión y llevar a pérdidas lo que hayamos perdido.

Si el proyecto no funciona no pedimos el repago del préstamo, convertimos igualmente a capital y ejercemos nuestra *put*.

**P: En España el sector de la financiación de *startups* es bastante pequeño, ¿cuándo cuesta más encontrar financiación según vuestra experiencia?**

**R:** Es verdad que este mercado en España es pequeño. Últimamente parece que el emprendimiento está de moda y está creciendo un poco más, pero es cierto que no es un país en el que haya muchas facilidades para emprender.

Se nota mucho la diferencia entre los países en los que opera Wayra, en Reino Unido por ejemplo, tenemos muchísima competencia, mientras que en América Latina casi nada.

En mi opinión hay un *equity gap* en el que es difícil acceder a financiación entre los 300.000 y los 500.000 euros, lo que necesitarías para hacer el *go to market* y empezar a comercializar tu producto. ¿Por qué? Pues porque en las etapas anteriores eres más pequeño, y es más fácil encontrar inversores que aporten un capital que no sea enorme, como un *business angel*, una aceleradora como nosotros, familia y amigos muy al principio, pero a partir de los 300.000 ya es una inversión grande que estos colectivos no hacen. El siguiente tipo de inversor típico son los fondos de *venture capital*, pero para muchos de ellos 500.000 euros sigue siendo una inversión pequeña.

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Prefieren hacer menos inversiones más grandes que muchas pequeñas, por lo que tampoco sería fácil encontrar financiación de ellos. Es, en mi opinión, la etapa más difícil.

**P: Respecto a la valoración, que es un tema complicado, ¿cómo lo tratáis?**

**R:** Como te he dicho, nos fijamos en la valoración de terceros para convertir nuestro préstamo en capital, pero de todas formas, las métricas y dimensiones en las que nos fijamos para valorar las *startups* son siete:

Primero, el mercado y la oportunidad que el producto o servicio representa. Segundo, el entorno competitivo (que se trate de una solución diferenciada con barreras de entrada para otros), tercero el grado de desarrollo del producto o servicio, cuarto el estado comercial (si has vendido y el producto está validado o si no has hecho el *go to market* todavía). Quinto, la financiación de terceros que hayan podido levantar, sexto el estado de tesorería y séptimo y último el equipo.

**P: Una vez que la *startup* se ha desarrollado y ha superado con éxito sus primeras etapas, ¿Cuál es la idea, incorporarla a Telefónica, que se venda, que continúe por su cuenta?**

**R:** En los proyectos en los que se pueda, porque no todos tienen que ver, se busca incorporarlos a Telefónica, pero no es la única opción. Una vez que dejan la Academia, tenemos una iniciativa que se llama *Wayra alumni*, en la que les ofrecemos seguirlos acompañando a lo largo de la vida de la empresa.

Luego hay muchos emprendedores que quieren vender su negocio a una empresa grande, y otros que prefieren seguir llevando ellos el negocio por su cuenta.

**P: ¿Cuál es la diferencia entre incubadora y aceleradora?**

**R:** Pues no hay unas definiciones exactas consensuadas, pero las principales diferencias son que una aceleradora hace una inversión monetaria en la *startup*, asigna mentores al proyecto y el tiempo de aceleración tiene una duración determinada. Sin embargo la

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

incubadora no hace nada de esto, básicamente proporciona el espacio de trabajo al proyecto.

### 4. ANEXO 4

#### CUESTIONARIO

- 1) Edad
  - A. Menor de 18
  - B. En los 20s
  - C. En los 30s
  - D. En los 40s
- 2) Sexo
  - A. Mujer
  - B. Hombre
- 3) ¿Es usted trabajador o estudiante?
  - A. Estudio
  - B. Trabajo
  - C. Ninguna
- 4) ¿Qué carrera estudia o en qué sector trabaja?
- 5) ¿Ha oído alguna vez el término “*startup*”?
  - A. Sí
  - B. No
- 6) ¿Sabe a qué se refiere el término “*startup*”?
  - A. Sí
  - B. No
- 7) Marque TODAS las opciones que conoce o de las que ha oído hablar alguna vez.
  - a. Ángel inversor o *business angel*
  - b. Incubadoras/aceleradoras de *startups*
  - c. *Venture capital*
  - d. *Private equity*
  - e. Capital riesgo

## STARTUPS: VÍAS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

- f. *Equity crowdfunding*
  - g. Préstamos convertibles
  - h. *Bootstrapping*
  - i. No conozco ninguna
- 8) Si tuviese que buscar financiación para montar su propio negocio, ¿a qué tipo de financiación recurriría en primer lugar?
- 9) ¿Y en segundo lugar?