



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, ICADE

El mundo del Venture Capital en España, un mercado en crecimiento exponencial visto a través de la lupa de un fondo inversor

Autor: Ignacio Alonso Taboada
Director: David Pérez Renovales

MADRID | Abril 2021

Tabla de Contenidos

Resumen Ejecutivo	2
Palabras clave.....	2
Executive Summary	3
Key words	3
1. Glosario de términos	4
2. Introducción	5
2.1 Justificación del tema elegido	5
2.2 Objetivos	5
2.3 Estructura	6
2.4 Metodología	6
3. Definiciones	8
3.1 Fondo de Venture Capital	8
3.2 Que es una “start-up”	8
4. Venture Capital en España	10
4.1 Análisis del crecimiento del Venture Capital en España	10
4.2 Fondos de Venture Capital españoles	11
5. Necesidad de financiación por parte de las “start-ups”	14
5.1 Alternativas de financiación.....	14
5.2 Fases de financiación en el capital riesgo	18
5.2.1 Friends, Family and Fools (FFF)	18
5.2.2 Incubadoras y aceleradoras	19
5.2.3 Semilla, Series A y Series B	21
6. Procesos de inversión a través de la lupa de un fondo de VC, K Fund.....	24
6.1 Fundación y reglas de K Fund	24
6.1.1 Por qué K Fund?	25
6.2 Captación de oportunidades de inversión y su procedimiento	26
6.3 Análisis de oportunidades de inversión	28
6.3.1 Entrevistas con los fundadores.....	29
6.4 Documentación para toma de decisiones	32
6.5 Decisión final	36
6.6 Alternativas de inversión	37
6.7 Seguimiento de la inversión.....	42
6.8 Comparación con otro fondo de inversión español.....	44
7. Conclusiones	48
8. Referencias.....	50

Resumen Ejecutivo

El mundo del Venture Capital está registrando en los últimos años una situación de claro crecimiento. Este sector se basa en la financiación que los fondos de inversión aportan a las “start-ups” en su actividad empresarial.

Con este trabajo pretendemos analizar el crecimiento del ecosistema español del VC y la calidad de la competencia entre los fondos. Para ello, vamos a seguir los procesos de inversión de un fondo español de VC, K Fund.

En primer lugar, ha sido clave entender el ámbito en el que opera el mercado español del Venture Capital que no solamente ha crecido exponencialmente, sino que también se convertido en la manera más común para financiar “start-ups”, sobrepasando otros métodos como los préstamos bancarios ya que, aparte de ayudar con inversiones financieras, también ayudan en otros aspectos como la formación de los emprendedores e incluso la generación de una red de contactos exhaustiva a través de asesores externos.

Otro signo diferencial del VC en España, y que queremos profundizar, es la existencia de un entorno de competencia constructiva. Se ha tratado de analizar siguiendo los procesos de K Fund y sus maneras de trabajar con otros fondos. Se ha concluido dicha colaboración constructiva puede generar más prosperidad en el mercado y en la cantidad de proyectos que reciben financiación.

Por otra parte, se ha podido observar que, aun colaborando con otros fondos, K Fund posee procesos de diferenciación. Su gran diferencia ante otros fondos españoles como Samaipata es que, aparte de analizar modelos de negocio de todos los sectores, poseen una serie de cribas muy detalladas que les ayuda a tomar las mejores decisiones a la hora de invertir, tanto si es con notas convertibles o con ampliaciones de capital. Es verdad que el resultado final de inversión es el mismo, pero la cantidad de confianza con la que se toman las decisiones puede ser considerada más elevada en K Fund, generando confianza tanto para sus LPs y GPs, como para su crecimiento a futuro.

Palabras clave

Venture Capital, “start-ups”, K Fund, prosperidad, ecosistema, diferenciación

Executive Summary

In the past years, the Venture Capital ecosystem has experienced a period of clear growth. This market consists of the financial activity that investment funds provide start-ups with, usually consisting of monetary and administrative resources.

With this project we will be able to analyse the growth in the Spanish VC ecosystem and the quality of the rivalry between the different funds. For this to happen, we will follow the investment processes and criteria of a Spanish investment fund in the VC market, K Fund.

To start off, it was key to understand how the Spanish VC market operates due to the fact that, not only has it grown exponentially, but it has also surpassed other financing methods like bank loans when it comes to providing start-ups with financial aid. This is because, apart from supplying money, they also lend a helping hand in other aspects like the founders' formation and the network of external advisors they are provided with.

Another point of differentiation in the Spanish VC market which we want to dive deeper into, is the existence of a collaborative competitive environment. This has been analysed using K Funds' processes and methods or working with other investment funds. It was concluded that this collaborative environment can create more prosperity in the market and in the number of new projects that receive financial aid.

Moreover, even if they sometimes collaborate with other funds, K Fund possesses various forms of differentiation. Their main point of differentiation with other funds like Samaipata is that, apart from being neutral in the sectors the analyse, they also have a way of narrowing down their investment opportunities that allows them to focus only on the most significant ones, thus creating a higher success rate. It is true that the end result, and whether they invest using convertible notes or equity, is the same as other funds, but the confidence with which K Fund make their decisions based on their working methods can be considered more reliable and therefore creates more confidence for their LPs, GPs and even for their future growth.

Key words

Venture Capital, "start-ups", K Fund, ecosystem, prosperity, differentiation

1. Glosario de términos

<i>VC</i>	Venture Capital
<i>ASCRI</i>	Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión
<i>LPs</i>	Limited Partners del fondo
<i>GPs</i>	General Partners de la gestora
<i>PYMEs</i>	Pequeñas y medianas empresas
<i>FEI</i>	Fondo Europeo de Inversiones
<i>SaaS</i>	Software as a Service
<i>Marketplace</i>	Plataformas digitales de venta
<i>e-commerce</i>	Comercio electrónico
<i>Fintech</i>	Tecnología financiera
<i>Health-tech</i>	Tecnología para el cuidado y la mejora de la salud
<i>B2B</i>	Business to Business
<i>B2C</i>	Business to Consumer
<i>B2B2C</i>	Business to Business to Consumer
<i>FFF</i>	Friends, Fools and Family
<i>Pre-semilla</i>	Primera ronda de financiación
<i>Semilla</i>	Segunda ronda de financiación
<i>Series A, B</i>	Posteriores rondas de financiación de mayor valor económico
<i>EBITDA</i>	Ingresos antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización
<i>PMV</i>	Producto Mínimo Viable
<i>ICO</i>	Instituto de Crédito Oficial
<i>Term-sheet</i>	Documento que incluye toda la información de la inversión y sus condiciones
<i>CAP</i>	Máxima valoración sobre el cual el fondo podrá convertir su inversión en acciones
<i>QFR</i>	Qualified Financing Round
<i>SAFE</i>	Simple agreements for future equity
<i>ASA</i>	Advanced Subscription Agreements
<i>KISS</i>	Keep It Simple Security
<i>F&A</i>	Fusiones & Adquisiciones
<i>KPIs</i>	Indicadores Clave de Desempeño

2. Introducción

2.1 Justificación del tema elegido

El mundo del Venture Capital (VC) es un sector financiero que, desde 2015, se encuentra en un crecimiento anual de más del 100% en términos de número de proyectos empresariales (“start-ups”) (La Vanguardia, 2020). Es verdad que en España aún no se alcanza el nivel de otros países, pero existen previsiones positivas a futuro de lo que puede llegar a ser este sector en términos de nuevas propuestas de valor. En la última década, muchos individuos han optado por cambiar sus vidas y establecer sus propios negocios, por lo que, para financiar dichos negocios se suele necesitar financiación externa, que es donde aparece el concepto del VC. Cada año se bate el número de proyectos que se analizan y el número final de inversiones que se materializan, por lo que puede ser interesante entender las razones por las cuales está ocurriendo este cambio.

Por otra parte, aunque sea verdad que un análisis de las tendencias del mercado puede ser suficiente para obtener algunas conclusiones breves sobre el crecimiento del VC, adentrarse en los procesos de un fondo español en pleno crecimiento puede darnos conclusiones más concretas y fiables. A día de hoy, existen más de 100 fondos de Capital Riesgo en España, por lo que, entender como colaboran entre ellos es importante a la hora de crear conclusiones sobre el mercado.

2.2 Objetivos

Este trabajo de Fin de Grado pretende analizar el proceso de inversión de los fondos de VC en las “start-ups”, las diferentes aproximaciones en el proceso inversor, y como todo esto genera una competencia constructiva para financiar los propios proyectos. Para analizar dicho proceso de inversión, el trabajo se apoya en los métodos de K Fund y como se diferencian de otros competidores como Samaipata.

Así mismo, entender los cambios que están surgiendo en este mercado financiero y las consecuencias que este gran crecimiento está teniendo tanto en el mercado, como en el funcionamiento de un fondo de inversión como es K Fund, y su forma de actuar en cada proyecto en función de su madurez. Por lo que, otro objetivo importante es aplicar la teoría del mercado para crear conclusiones sobre el funcionamiento del mercado y entender si existe una competencia destructiva, o si, en verdad, la competencia entre los fondos sirve para colaborar sin afectar a los retornos de cada fondo de manera negativa.

2.3 Estructura

La investigación se divide en cinco secciones, incluyendo una primera sección de definiciones como introducción al VC y a las “start-ups”.

La segunda parte se centra en el crecimiento tanto del emprendimiento como de la competencia entre fondos en el ecosistema español. Entender las razones por las cuales está creciendo este mercado es fundamental para el resto de la investigación.

La tercera parte analizamos las maneras que una “start-up” puede recibir financiación, tanto como si lo hacen por préstamos bancarios como por la ruta del Venture capital, y también las razones por las cuales existe cada vez más financiación de fondos, y los procesos que se suelen llevar a cabo dentro de este ámbito.

En la cuarta parte, analizamos el proceso de inversión de un fondo español de VC desde que se recibe una propuesta de inversión de una ‘start-up’, hasta que se analiza y se decide invertir. Esta sección también incluye una comparación entre K Fund y Samaipata, otro fondo español, para identificar las diferencias entre cómo se desarrollan los procesos de inversión.

La quinta, y última parte, se centra en las conclusiones que se han ido obteniendo a lo largo del trabajo, desde cómo ha ido creciendo el ecosistema español de emprendimiento hasta las claves del éxito del fondo analizado.

2.4 Metodología

Para poder analizar el proceso de inversión de K Fund, hemos realizado entrevistas con uno de los socios para entender las cribas que hacen, las metodologías de inversión, como se diferencian de otros fondos, que les hace únicos, e incluso como han afrontado la crisis de la pandemia. Todo esto para llegar a sacar conclusiones de su evolución en el mercado y como han sabido adaptarse al ecosistema.

Además, se han escuchado varios “podcasts” publicados por expertos en el mercado como Iñaki Arrola y Aquilino Peña, donde se describen los cambios en el mercado español del emprendimiento. También hemos repasado una gran cantidad de literatura publicada por K Fund y ASCRI que explica tanto las alternativas de inversión del fondo como el crecimiento global del ecosistema español para alcanzar los niveles de otros países europeos como

Inglaterra o Alemania. Tras revisar toda la literatura, nos hemos dado cuenta de que no existe mucha información sobre las expectativas del mercado español del VC a futuro. Es decir, si va a conseguir sobrepasar los niveles de otros países europeos y así proclamarse como uno de los líderes del mercado internacional, o si no va a conseguir dar ese paso para alcanzar a países como Estados Unidos.

3. Definiciones

3.1 Fondo de Venture Capital

El mundo del VC tiene presencia en el mercado español desde hace muchos años, pero ha sido solo en las últimas décadas cuando verdaderamente ha crecido en tamaño y notoriedad. Es algo que se viene observando en otros países como, por ejemplo, Estados Unidos e Inglaterra. Se trata de un mercado de inversiones financieras donde los fondos basan su actividad en invertir en empresas emergentes. Por eso, dichos fondos tienen que estar atentos a todas las oportunidades de inversión que les surjan, tanto de empresas que conocen, o les conocen, y con las que pueden tener una cierta relación. En otras palabras, el trabajo de un fondo de VC tiene que ser muy proactivo, ya que la competencia por las oportunidades más importantes suele ser elevada (Alfonso, 2020).

Una vez el fondo haya conseguido encontrar oportunidades de inversión, tienen que hacer un análisis exhaustivo sobre si invertir o no, basándose en parámetros como: expectativas, métricas financieras, el equipo fundador, el equipo gestor, el mercado y el sector en el que operan, entre otros. Para entender el contexto de dicho mundo, también es clave entender que existen dos principales objetivos del Venture Capital: Primero, gestionar la cartera de las empresas en las que han invertido, es decir, monitorizar las operaciones de la empresa dentro de lo posible y asegurarse de que sigue el camino hacia su objetivo de crecimiento. El segundo objetivo es generar rentabilidad a sus “Limited Partners” y a sus “General Partners”. Los LPs ganan dinero a través de las revalorizaciones de las “start-ups” mientras que los GPs a través del crecimiento del fondo. Al fin y al cabo, un fondo de VC no es nadie sin sus inversores y su dinero, por lo que mantenerles satisfechos a través de expectativas de retornos, garantías de éxito e información actualizada es fundamental. Esto es una de las razones por las cuales el mundo del capital riesgo no es para cualquier inversor, ya que dichas inversiones significan incurrir en un alto nivel de riesgo e incertidumbre, la necesidad de un amplio conocimiento del mercado para poder diversificar los recursos, una gran volatilidad en los resultados y poca liquidez a corto plazo.

3.2 Que es una “start-up”

La segunda parte del ecosistema del VC, que es de igual importancia que el fondo inversor, es la empresa emergente en la que se invierte, la “start-up”. Hay diferentes maneras de definir lo que es, pero, como ha sido definido por Eduardo Morelos, director de Startup ‘boot-camp’ Fintech México, *“Startup es una gran empresa en su etapa temprana; a diferencia de una*

Pyme, la Startup se basa en un negocio que será escalable más rápida y fácilmente, haciendo uso de tecnologías digitales” (Golan, 2014). En otras palabras, una empresa que contenga un componente tecnológico disruptivo con capacidad de crecimiento (Golan, 2014). Cuando Morelos habla sobre las tecnologías digitales, se refiere a algunas de las formas que una ‘start-up’ puede tomar para crear un producto nuevo y revolucionario: “SaaS”, “Marketplace”, “e-commerce”, “Fintech”, “health-tech”, entre otras¹. Además, la empresa escogerá una manera de salir al mercado, que puede ser B2C, B2B o incluso B2B2C. Ejemplos de startups hay muchos, como Google, Facebook o incluso Airbnb, que en su momento fueron “start-ups”, y que, en sus comienzos, consiguieron levantar \$6.400 millones de financiación externa (Golan, 2014).

Como se analizará más en adelante, el mundo español del emprendimiento es relativamente nuevo, parte de la razón es la dificultad que implica ser emprendedor. Esto significa tener la capacidad de crear un producto o servicio nunca visto, cuyo desarrollo suele requerir altos costes y posibles pérdidas en los primeros años.

Además de estar pendiente del negocio en todo momento, un fundador suele invertir parte de sus propios ahorros en el desarrollo de la empresa y su propuesta de valor. Esto crea fiabilidad para inversores externos a la hora de tomar decisiones ya que observan que el propio fundador confía en la viabilidad de su producto o servicio y se verán más inclinados a invertir si la oportunidad lo permite. Aquí es donde aparece la relación entre una “start-up” y un fondo de VC, ya que, si la empresa crece como es de esperar, va a ser necesario recibir financiación externa para poder expandirse de forma internacional. Dicha financiación suele ser de diferente tamaño dependiendo del estado y las necesidades de la start-up. Las rondas de inversión más comunes suelen ser: Pre-semilla, Semilla, Series A y Series B², aunque pueden incrementarse dependiendo de las necesidades financieras. A medida que se incrementa la ronda, se recibe una mayor cantidad de dinero del fondo, o de otros fondos si se coinvierte. Si se consigue dar con un PMV con éxito comercial que pueda crear barreras de entrada durante un marco de tiempo, puede tener sentido desarrollar dicho producto a través de dicha financiación externa.

1: Consultar el glosario de términos

2: Figura en página 11

4. Venture Capital en España

4.1 Análisis del crecimiento del Venture Capital en España

Aunque el mundo del VC lleve unas cuantas décadas en funcionamiento en España, se puede decir que el crecimiento exponencial solo se ha observado en los últimos años, cuando se ha empezado a ver un incremento tanto en la calidad como la cantidad de proyectos y fondos. Uno de los pasos más importantes se dio en 2015, cuando, en solo el primer cuatrimestre, se crearon 48 proyectos de inversión, acumulando 109M€, un crecimiento del 152% en respecto a 2014. Una de las razones de dicho crecimiento fue la inversión de 36.8M en Wallapop, liderado por Insight Venture Partners (Novoa, 2015). De ahí en adelante, se han ido produciendo inversiones que han supuesto un impulso al sistema español del emprendimiento. En solo el último trimestre de 2016, se consiguieron batir los récords de inversión con 296M€ destinados a start-ups nacionales, de los cuales 120M€ fueron concedidos a Cabify (Clement, 2016).

Se puede concluir que a lo largo de los últimos años el mercado español del emprendimiento a experimentado una evolución muy positiva, acercándose a los indicadores del resto de Europa en términos de volumen de inversión y en número de start-ups en respecto al tamaño de la economía. Esto ha provocado que se convierta en un mercado atractivo para fondos internacionales que han empezado a interesarse de manera creciente, como Insight Venture Partners, Salesforce Ventures y Naspers, entre otros.

En 2015, Luis Martín Cabiedes, uno de los inversores más conocidos en España dijo que el mercado español no era bueno para los fondos de VC debido a la poca madurez del mercado (Ventura, 2015). Sin embargo, a medida que han ido transcurriendo los años, se ha podido observar un cambio en la tendencia que contradice los supuestos de Cabiedes. En 2019, se batió el récord nacional cuando se llegaron a invertir 8.513M€ en un total de 680 operaciones, alcanzando la media europea en términos de inversión anual sobre el PIB (La Vanguardia, 2020). De dichas operaciones, el 17% de ellas vinieron de fondos internacionales, demostrando su interés por el mercado español y su apuesta a futuro de que va a seguir creciendo y produciendo proyectos rentables. Es más, Aquilino Peña, vicepresidente de ASCRI, añadió que *“las compañías españolas tienen capacidad de dejar de ser PYMES para seguir creciendo”* (La Vanguardia, 2020). Es verdad que sigue existiendo un gran espacio de mejora, pero, como es de esperar, este crecimiento que se ha observado a lo largo de los últimos años va a hacer que España se considere una potencia europea e incluso mundial en el ecosistema del VC.

Además de alcanzar al resto de Europa en términos de inversiones, el mercado español también prospera en otros aspectos. Uno de ellos es el número de proyectos que han llegado a consolidarse como modelos de negocio. En este aspecto, el mercado ha estado creciendo hasta el punto de que España se ha situado a la par con Asia y EEUU, en un porcentaje del 15% de las “start-ups” que han llegado a consolidarse como negocios viables, y solo un 1% por detrás de Canadá. Por otra parte, aunque Cabiedes no lo considere así, España se está convirtiendo en una plataforma para la financiación de proyectos en Latinoamérica. Es verdad que suelen ser de un tamaño significativamente mayor que las “start-ups” que se financian en España, ya que el 16% de las ‘start-ups’ en Latinoamérica tienen un EBITDA positivo, superando los niveles de Europa en un 6%. Pero con todo, España está canalizando muchos fondos hacia proyectos en dicha región, aunque es verdad que estos volúmenes no cuentan como parte del sistema español del emprendimiento (Novoa, 2015).

En conclusión, es verdad que el mercado español de Venture capital tiene por delante muchos años de desarrollo para alcanzar niveles de otras naciones, pero hay que destacar no solo como han crecido la cantidad de proyectos, sino también la involucración de fondos internacionales en proyectos españoles, algo que no se había apreciado hace unos años.

4.2 Fondos de Venture Capital españoles

El crecimiento del VC es abundante, tanto de forma global como a nivel español. Es verdad que la pandemia del covid-19 ha frenado el ritmo de crecimiento, pero sigue habiendo grandes expectativas para los próximos años. 2019 fue un año récord ya que se llegaron a realizar 151 inversiones, todas de entre 1M€ y 10M€, un crecimiento del 55.7% en comparación con 2018 (Startupeable, 2020). Una vez los efectos de la pandemia se consigan controlar, hay esperanzas de que se batan los niveles conseguidos en 2019.

Todas las inversiones de ámbito nacional vinieron de 79 fondos de inversión españoles, de los cuales algunos también basan sus operaciones en inversiones internacionales. Para hacer un análisis de la competencia de dichos fondos, la investigación se ha centrado en los 20 más grandes del país, desde ‘Axon Partners Group’, 150M€, hasta ‘BeWater Funds’, 7M€. Estos fondos tienen un patrimonio neto para invertir de 50M€, por lo que el siguiente gráfico representa la actividad de los 9 fondos españoles que superan esta cifra en las distintas fases de financiación de una “start-up” (Gonzalez, 2020).

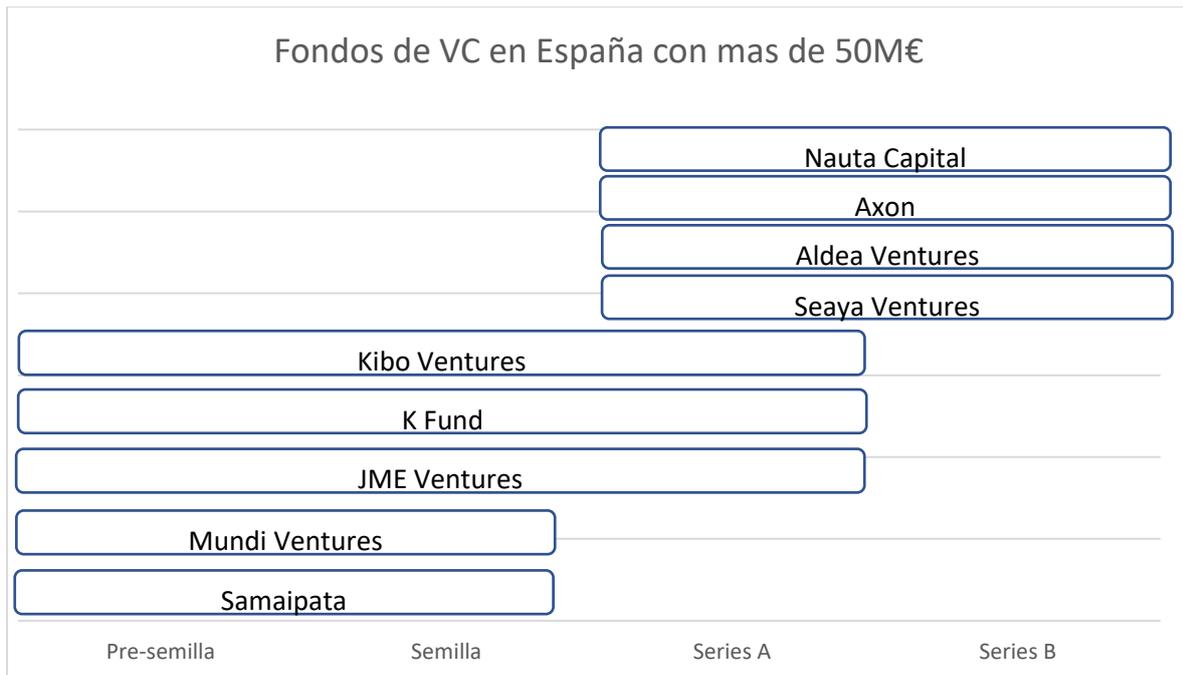


Gráfico i: Elaboración propia

El gráfico explica las primeras inversiones de los fondos, es decir, en qué fase llevan a cabo el primer desembolso de capital. Por ejemplo, debido a su inversión en momentos muy previos, Samaipata solo lleva a cabo su primer desembolso cuando la “start-up” se encuentra en la fase de pre-semilla o semilla. Y, por lo contrario, debido a los recursos que poseen, Axon se enfoca en inversiones una vez la empresa haya establecido un PMV.

Esto se debe a que cada momento de inversión requiere unos parámetros y expectativas diferentes, lo cual significa que no es común ver fondos que cubran todas las rondas. Es decir, en un entorno como el del VC, la existencia de competencia no tiene por qué ser un factor problemático. Los fondos pueden trabajar entre ellos para hacer coinversiones, lo cual genera un nivel de experiencia mayor, y más probabilidad de éxito. La decisión de trabajar con otro fondo suele surgir de forma habitual, pero depende de las áreas de enfoque de cada uno de ellos. Si Samaipata, que se especializa en proyectos en estados previos, entrase en una empresa en un momento muy temprano, podría llegar a coinvertir con K Fund, especializado en rondas semilla y Series A, pero solo si comparten enfoques y áreas de negocio. De forma que se va generando una competencia que es constructiva en lugar de destructiva porque realmente, no existe una competencia por proyectos, sino una contribución constructiva a la financiación de proyectos en distintas fases.

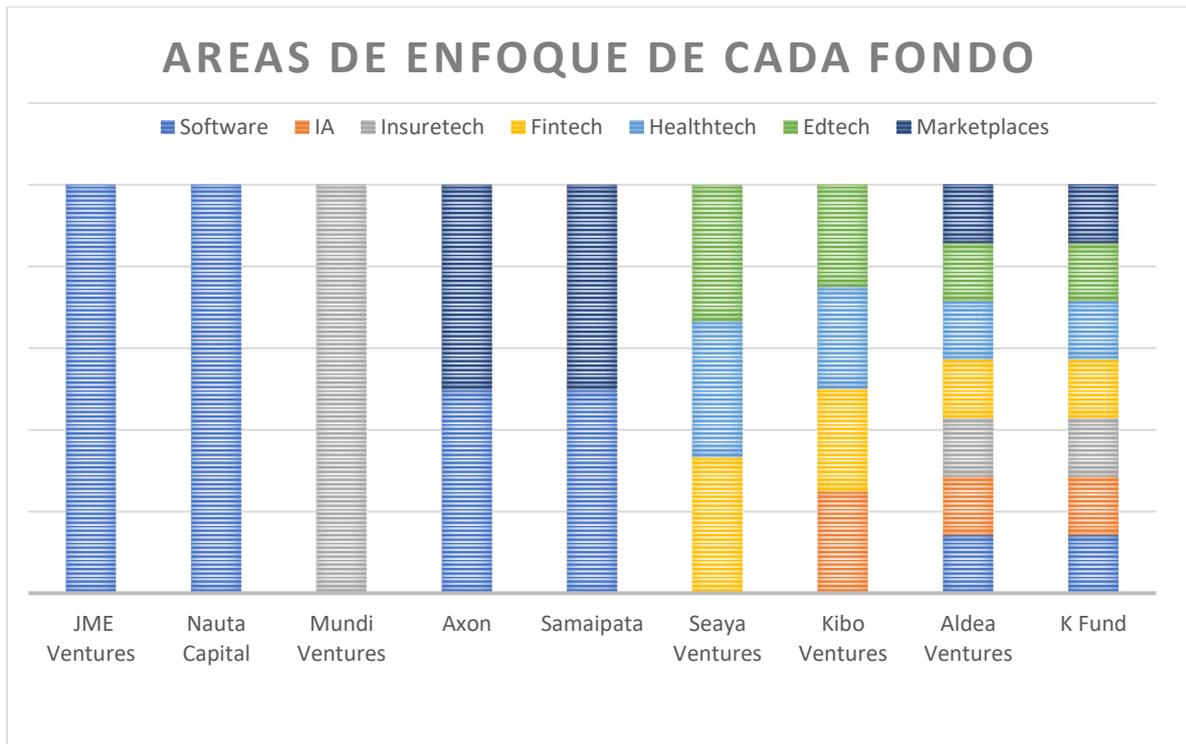


Gráfico ii: Elaboración propia

Siguiendo con el ejemplo anterior, Samaipata podría coinvertir con K Fund en alguno de sus proyectos ya que los dos tienen un enfoque tanto en “softwares” como en “Marketplace”. Pero, al contrario, Samaipata no podría coinvertir con Kibo Ventures debido a que no comparten enfoques. En conclusión, no existe un método más correcto que otro para constituir un fondo ya que se pueden centrar en los enfoques que más les convengan.

5. Necesidad de financiación por parte de las “start-ups”

5.1 Alternativas de financiación

Uno de los factores más cruciales que afectan a la fundación y al desarrollo de la start-up es la financiación, tanto si la reciben externamente, como si se financian de forma interna. Si nos centramos en el sector tecnológico, lo más normal para una start-up es recibir algún tipo de financiación, tanto de origen privado como público ya que la parte tecnológica del producto suele requerir altas necesidades de inversión. Pero también es verdad que, como explica Jorge Dobon, CEO de Demium Startups, hay dos caras de la moneda, *“Si optas por la vía del capital, contarás con caja sin necesidad de endeudarte. Los riesgos serán compartidos entre los socios, que participaran de las ganancias futuras y también aportaran conocimientos y experiencia”*. Aunque el capital externo pueda ayudar a desarrollar conocimientos y experiencia como dice Dobon, la otra cara de la moneda es más negativa ya que, *“Tu porcentaje de la empresa disminuirá y podrías llegar a perder el control de la misma”* (Sekulits, 2018). Esta es una de las razones por las cuales existen algunas empresas tecnológicas que, en vez de recibir financiación, hacen ‘bootstrapping’, que es como se denomina cuando los fundadores tienen suficiente patrimonio para financiar el desarrollo del proyecto completo y crear las barreras de entradas necesarias. Aun siendo verdad que no se cede capital a inversores externos, se suelen ver pocos ejemplos de dicho método en el mundo del emprendimiento, sobre todo cuando el desarrollo del producto se basa en aspectos tecnológicos que suelen ser costosos de desarrollar. Un modelo de negocio basado en ‘bootstrapping’ suele significar dos cosas. En primer lugar, se eliminan a los intermediarios como los bancos para no incurrir en costes más altos y evitar las comisiones que se les paga por su función. En segundo lugar, hace falta un flujo de caja lo suficientemente ágil para que las ganancias se vuelvan a invertir en el desarrollo del producto. Esto significa un plazo reducido entre la venta del producto al cliente y su cobro, siendo esta una de las razones por las cuales se suele incurrir en un alto riesgo a la hora de aplicar dicha técnica de financiación (Sekulits, 2018).

Una vez se han entendido las razones por las cuales una start-up puede decidir financiar su proyecto internamente, exponemos ahora en las distintas formas de financiación externa.

En primer lugar, una start-up puede recibir financiación pública. A través de subvenciones o créditos pueden recibir la ayuda necesaria para desarrollar su producto sin tener que ceder un porcentaje de capital al inversor. Recibir financiación de una entidad pública puede no ser suficiente para la viabilidad de la empresa, por lo que los expertos indican que se incorporen

otras maneras de financiación aparte de subvenciones (Sekulits, 2018). El proyecto puede recibir financiación de mayor o menor cuantía dependiendo de si se van a desarrollar productos que beneficien la economía del país. En los momentos actuales de la pandemia, el enfoque está puesto en aquellas empresas con ámbito tecnológico, social o incluso medioambiental (Sekulits, 2018).

Por ejemplo, en España, en las últimas décadas, el FOND-ICO ha tenido un papel significativo sobre las inversiones que se han llevado a cabo. Un evento relevante respecto a la posible inversión pública en VC es la puesta en marcha del programa de recuperación económica de la UE, llamado “Next Generation”, que va a movilizar 750.000M€ a toda Europa, de los cuales 140.000M€ se han asignado a España (Peña, Gutiérrez, Fernández and Zalba, 2020). El objetivo fundamental de estos fondos es fomentar la recuperación económica invirtiendo principalmente en la transición ecológica, la digitalización, el tejido productivo e I+D. Podemos intuir que una parte de estos fondos pueden ser canalizados hacia el VC en la medida que se presenten proyectos nuevos que se encuentren dentro de los sectores objetivos de inversión de estas ayudas.

Estos fondos se van a recibir a través de una colaboración entre el sector público y privado, no solo para ayudar a “start-ups” y PYMES a desarrollar sus productos, sino también para atraer talento internacional. Parte de los fondos que puedan ir destinados al emprendimiento se canalizarían a través del FOND-ICO, donde las inversiones se dividirán en cuatro secciones: Plan de apoyo a las start-ups, ‘Next Deck’ para invertir en fondos de fondos, ‘Sandbox’ enfocado a las Fintech e ‘IA’ para Inteligencia Artificial. Es verdad que no todas las start-ups que apliquen a dicha ayuda financiera la van a recibir, ya que el gobierno tendrá que hacer una criba para seleccionar los mejores proyectos, pero sí que genera la oportunidad para que todas las empresas en desarrollo de dichos sectores intenten mejorar sus prácticas y sus métricas para poder ser de los seleccionados. Aunque aún no se hayan publicado las condiciones de este fondo de recuperación, lo más probable es que no conlleve ningún tipo de cesión de capital o de retornos, lo cual significa que es una gran oportunidad para que algunas empresas reciban la ayuda que tanto necesitan para crecer de forma exponencial y mejorar la economía española (Peña, Gutiérrez, Fernández and Zalba, 2020).

Otra de las formas más comunes de recibir financiación es mediante un préstamo bancario. De dicha manera, los bancos pueden ofrecer microcréditos para financiar la parte inicial del proyecto, préstamos a largo plazo, o incluso créditos con condiciones especiales, gracias a

acuerdos con el ICO (Sekulits, 2018). Como toda manera de financiar un proyecto, los préstamos tienen sus pros y sus contras. Por una parte, permiten recibir financiación externa para el desarrollo del producto sin tener que ceder un porcentaje del capital. Es decir, los fundadores no corren el riesgo de diluirse y pueden tener total control sobre las decisiones que se toman. Por otra parte, todo préstamo bancario está sujeto a un interés, que en la actualidad puede rondar entre 3.5% y 7.5% anual (Sekulits, 2018). Por lo que las empresas deben cumplir con sus previsiones de márgenes para asegurarse de que pueden pagar la financiación y generar beneficios a la vez. Es verdad que, como se verá más adelante, este porcentaje de interés no es igual de alto que los retornos esperados que incitan los fondos, pero también es verdad que los préstamos bancarios solo dan ayuda financiera, y no empresarial.

Dentro de la figura 3, en el gráfico de la izquierda, se muestra como la evolución a lo largo de los últimos años de los préstamos bancarios para PYMES se ha visto afectada tanto por la aparición de otras maneras de recibir financiación, como por las situaciones de crisis que ha pasado la economía. Mientras que, por otro lado, el gráfico de la derecha muestra la demanda de préstamos en los últimos 4 años. Aunque es verdad que las previsiones sobre la demanda se van a ver incrementadas debido a la pandemia, se puede observar que la importancia de dicha forma de financiación para las start-ups ha disminuido, y que ha habido un cambio hacia otros modelos como puede ser el del Venture capital (Banco de España, 2020).

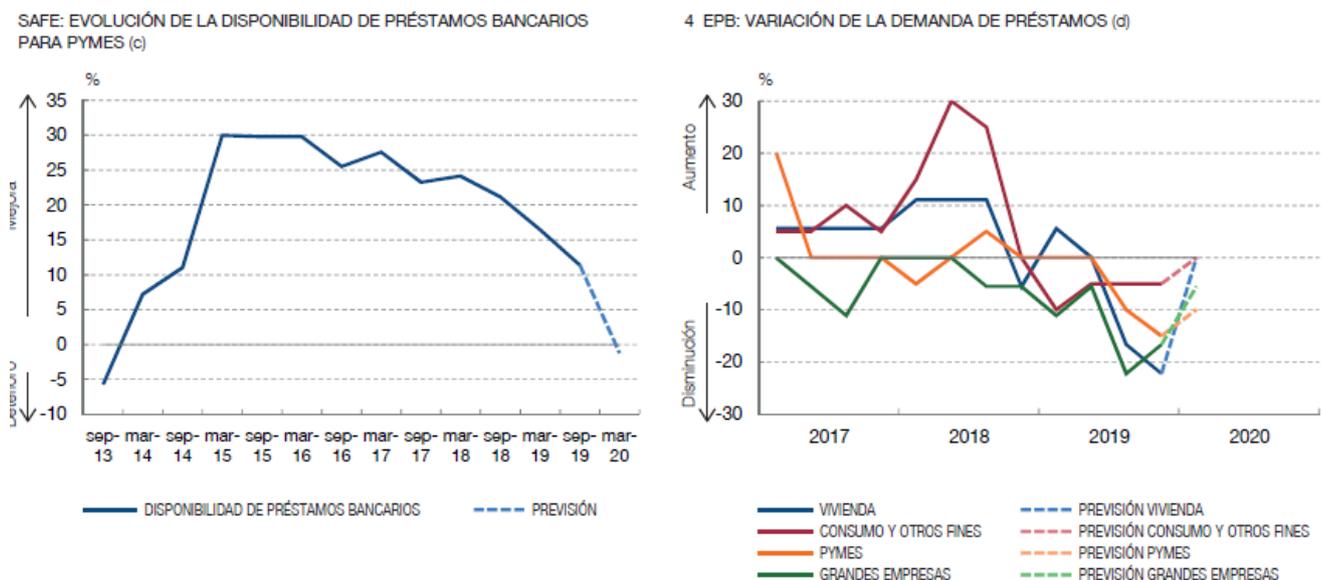


Figura i: Disponibilidad y demanda de préstamos bancarios (Banco de España, 2020)

Parte de la explicación viene dada porque una empresa en desarrollo no necesita únicamente financiación externa, sino también un ‘compañero de viaje’ que les ayude a gestionar problemas que surjan, que les ayude a tomar decisiones e incluso a crear redes de contacto en la industria. Esto es exactamente lo que hacen los fondos de VC. Es verdad que adquieren una parte del capital de la empresa, pero lo hacen a cambio de trabajar con ellas en el día a día para asegurarse de que tienen todo lo necesario para acelerar el desarrollo de su producto. Como todo método de inversión, existen condiciones debido a las cuales el adentrarse en este mundo incurre en un mayor riesgo, pero lo importante es entender el futuro que puede llegar a tener una start-up. Como se puede ver en este gráfico, las probabilidades de que la empresa fracase se reducen drásticamente si está respaldada por un fondo, mientras que el posible éxito se incrementa de forma automática. En otras palabras, y dicho por Kaplan y Scholar en 2005, *“lo normal es que empresas en las que haya invertido un fondo de VC, tiendan a generar mejores resultados en términos de beneficios que las que no reciben financiación por un VC”*. (Puri and Zarutskie, 2012).

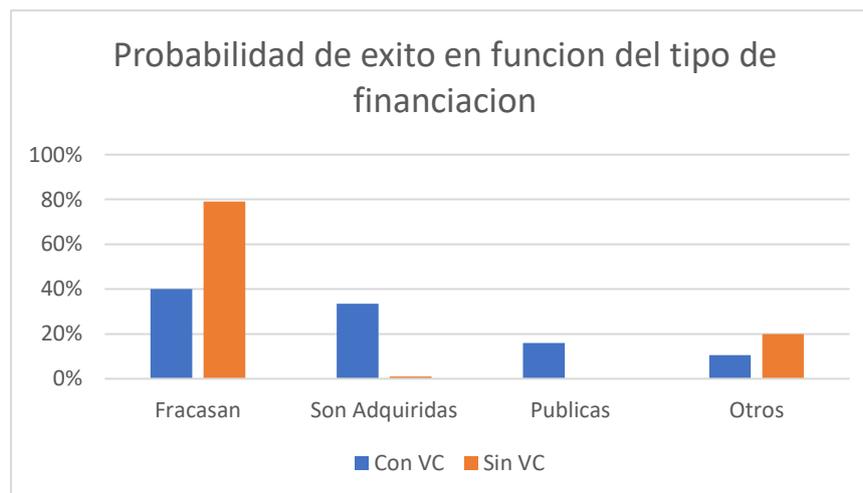


Gráfico iii: Lo que significa recibir financiación de un fondo de VC (Elaboración propia)

5.2 Fases de financiación en el capital riesgo

El objetivo de este capítulo es entender como algunas de estas empresas optan por la ruta del capital riesgo, analizando las diferentes fases de inversión que pueden llegar a atravesar mediante esta ruta de negocio. En este caso se analizarán las fases de dicho sector: Pre-semilla y rondas semilla, series A y series B.

5.2.1 Friends, Family and Fools (FFF)

La primera fase en la financiación de una empresa que decide tomar la ruta del capital riesgo es la 'pre-semilla'. Dicha fase se divide a su vez en dos, la primera de ellas es la fase 'FFF', que ocurre en las primeras instancias de desarrollo de la empresa. Es decir, los fundadores acuden tanto a amigos como a familiares para poder recibir una primera ronda de financiación que les ayude a crear un PMV. En otras palabras, el dinero de esta primera ronda no suele ser suficiente para desarrollar el producto en su totalidad, pero sí para crear algún prototipo del producto para poder hacer un test de mercado (Velasco, 2020). Uno de los puntos más importantes es entender que una inversión tan temprana sugiere un alto nivel de riesgo para el inversor ya que no existen métricas suficientes para analizar, solo la idea del emprendedor. Por lo que, para no incurrir en un riesgo demasiado elevado, dichas rondas suelen tener un valor máximo de 100,000€ y suelen ser menos exigentes en términos de plazos de devolución e interés ya que pueden llegar a ser préstamos incluso a tipo cero (Sekulits, 2018).

Esta ronda de financiación está condicionada por un factor clave, como es la disponibilidad de dinero por parte de algún 'FFF'. No todas las start-ups que se crean reciben financiación de esta manera, ya que familiares o conocidos pueden no estar interesados en invertir en una idea tan previa. Por lo que, convencer a algún 'FFF' para invertir suele ser decisivo. El inversor de 'FFF' no tiene por qué ser un inversor activo, es decir, probablemente son familiares que no llegan a tener los mismos recursos que un fondo de inversión con altos presupuestos. Por lo que, el riesgo no solo lo toman los inversores, sino también los emprendedores ya que saben que tienen que hacer todo lo posible para hacer crecer su producto, para crear expectativas de retornos (Velasco, 2020). Los inversores en dicha ronda también tienen que entender que el dinero no se va a devolver a corto plazo y que las probabilidades de fracaso son altas (aproximadamente el 95% de las start-ups fracasan en los 3 primeros meses) por lo que solo deben invertir si están en una situación donde no peligra su estabilidad económica. (Sekulits, 2018).

Con una tasa de fracaso tan significativa en los primeros meses, la start-up podría beneficiarse de un inversor de 'FFF' experto en el sector ya que, aparte del dinero, también es importante recibir asesoramiento y crear redes de contacto que ayuden a levantar rondas de financiación posteriores para consolidar el producto en el mercado. Con esto en mente, lo más común es que la start-up trate a los 'FFF' como si fuesen alguien 'externo' a la empresa para poder adquirir experiencia en aspectos que van a ser necesarios si llegan a estar en contacto con un fondo, como pueden ser, un 'elevator pitch', es decir una breve sinopsis para vender la idea, un plan de negocio y una presentación de inversión (Sekulits, 2018).

En conclusión, aunque la ronda tenga un valor reducido, tiene gran importancia en el desarrollo del negocio ya que es el momento de no retorno, cuando ya no se puede dar marcha atrás y se decide intentar llevar la idea al mercado

5.2.2 Incubadoras y aceleradoras

Cuando una financiación 'FFF' no es posible, las start-ups suelen acudir a otros métodos de financiación como pueden ser las incubadoras y aceleradoras. Estas dos formas de financiación se sitúan también en la fase pre-semilla ya que se trata de recibir una cantidad de dinero pequeña pero suficiente para crear un primer prototipo del producto, verificar cualquier hipótesis necesaria y para no ceder una gran cantidad de capital en un momento tan previo.

En total existen 215 incubadoras y aceleradoras en España, las cuales se encargan de dar servicio a todas las empresas que, tras pasar las cribas necesarias, puedan formar parte de ellas (Huete, 2020). El valor que aporta una incubadora a una empresa en crecimiento que no puede generar un prototipo del producto y empezar a facturar, se plasma en una serie de servicios. Uno de ellos es la ayuda administrativa que pueden llegar a proporcionar a la hora de tomar decisiones sobre el modelo de negocio, la internacionalización, el marketing, etc. Otro consiste en que pueden llegar a ofrecer acceso a ayuda financiera para desarrollar el prototipo, así como acceso a formación para los emprendedores gracias a la experiencia que tienen los expertos que trabajan en las aceleradoras. Por otra parte, y siendo algo que siempre es recomendable en el mundo del VC, posibilitan establecer redes de contactos que pueden ser recurrentes, tanto con los propios expertos que les ayudan con los primeros pasos, como con contactos que sean expertos en el sector de la start-up y que puedan estar interesados en financiar partes del desarrollo en futuras rondas (Huete, 2020).

Aunque todos estos puntos sean ciertos y creen buenas expectativas de lo que puede llegar a proporcionar una aceleradora o incubadora para una start-up, los fundadores de la misma tiene

que tener un tema en mente, que conseguir el apoyo de una incubadora suele significar una cesión de parte del capital y por lo tanto una dilución. La fase pre-semilla es un momento muy previo en la financiación de una empresa, por lo que es crucial que el ‘capital table’ no se vea afectada drásticamente, es decir, es necesario asegurar la menor cesión posible de capital. Una valoración muy alta en un momento tan previo afectaría tanto a la dilución como a la facilidad de levantar rondas de financiación posteriores. Por ejemplo, si se cede un 20% del capital en una ronda pre-semilla, se necesitaría una valoración elevada en una Series A para que un fondo estuviese dispuesto a financiar el desarrollo del proyecto e incluso su internacionalización, por lo que es de interés tanto para el emprendedor como para la incubadora que la start-up se quede con un porcentaje alto y puedan seguir desarrollando el producto a su manera (Arrola, 2017). Una de las aceleradoras más famosas a nivel internacional, y por la cual una gran cantidad de start-ups esperan pasar, es ‘Y-Combinator’ en Estados Unidos. No solo tienen un alto nivel de experiencia a la hora de ayudar a los emprendedores a formarse y hacer crecer sus empresas, sino que también el binomio de cantidad y porcentaje es justo y equilibrado. Ceden \$120.000 (99.000€) a valoración ‘post-money’, es decir, una vez cedido el dinero, a cambio del 7% del capital. Es verdad que la valoración ‘post-money’ beneficia más a la aceleradora, pero, a un nivel de capital tan bajo, la start-up se puede beneficiar de acceso a recursos de alto nivel sin tener que preocuparse de la dilución en rondas posteriores (Arrola, 2017).

En España específicamente existe una aceleradora muy exitosa, Lanzadera, la cual fue fundada por Juan Roig, dueño de Mercadona, en 2013 y ayuda a muchas empresas tanto en el desarrollo de su producto como en el de sus fundadores a nivel personal. Hasta principios de 2020 han llegado a respaldar a unas 500 start-ups como, por ejemplo, Airhopping o Codigames, una empresa de juegos para teléfonos móviles. Para llegar a las 500 empresas en su cartera, esta lanzadera ha analizado más de 20,000 peticiones, lo cual significa que solo el 2.5% de las oportunidades fueron seleccionadas (Duran, 2020). Una ayuda de tal calibre suele posibilitar éxitos, pero, como comentado anteriormente, muchas start-ups suelen fracasar en sus primeros meses tras su lanzamiento, y esto suele ser porque no consiguen convencer a las aceleradoras con su producto.

A aquellas empresas que consiguieron pasar las cribas necesarias, se le dio acceso a una ayuda financiera de hasta 500.000€ para conseguir los primeros hitos y hacerse presente en el mercado (Duran, 2020). A día de hoy, la lanzadera acumula préstamos de 15M€, los cuales se han repartido a las 500 start-ups. A parte de dicha ayuda financiera, Juan Roig también puso el enfoque en ayudar al crecimiento personal de los fundadores, algo que no toda aceleradora

hace. Para Roig, el equipo es igual de importante que el producto, sobre todo si operan en un mercado competitivo, por lo que una parte del enfoque es hacer ‘mentoring’ a todos los emprendedores para hacerles entender lo que se pueden llegar a encontrar por delante. Debido a toda la experiencia que tiene y a todos los expertos que ha conseguido que trabajen con él, esta lanzadera ha hecho que empresas como Codigames cerrase 2019 con 44M€ de facturación, y con 22M€ de beneficio, explicando con estos resultados por qué Roig dice que *“Estamos construyendo un lugar de referencia”* (Duran, 2020). Viendo lo atractivo que puede significar una ayuda externa de una aceleradora, no cabe duda de que es una gran opción de recibir financiación en la fase pre-semilla.

5.2.3 Semilla, Series A y Series B

La siguiente tabla explica las rondas de financiación más comunes que una start-up suele atravesar en el mundo del VC, desde la ronda siguiente a la pre-semilla, hasta la ronda de Series B, donde la empresa se enfoca en su posible venta. Como se puede comprobar, cada ronda tiene un objetivo diferente en el desarrollo de la start-up, cada una de ellas siendo determinante para su crecimiento, los retornos de los inversores e incluso su reputación.

Concepto	Semilla	Series A	Series B
Tamaño de la inversión	Inversión de entre 100k€ y 1M€	Inversión de entre 1M€ y 5M€	Inversión de entre 5M€ y 20M€
Necesidad de personal	No existen recursos humanos o de capital suficientes para llevar a cabo las operaciones internamente	Se contrata a personal cualificado para cada puesto y se recibe inversión externa	Necesidad de personal especializado en su sector con una buena red de contactos
Necesidad de financiación externa	Recursos financieros son necesarios, pero a la vez difícil de conseguir debido al riesgo que incurre una inversión temprana	Si el producto crece, es probable que reciban financiación tanto nacional como internacional.	Si la start-up ha crecido con inyecciones de capital, es probable que levantar rondas posteriores que les acerquen a la venta no sea problemático

Desarrollo del producto o servicio	El producto se está poniendo a prueba, puede ser un prototipo	El prototipo ha sido aprobado y el producto final está disponible al público para su consumo	El producto genera beneficios para la empresa. Es posible que algunos cambios sean necesarios para aumentar los beneficios
Campañas de marketing	Las inversiones no van enfocadas a marketing ya que lo principal es desarrollar el producto y sus componentes	Parte de la inversión se dirige a campañas de marketing con el objetivo de fortalecer su presencia en el mercado	El producto está consolidado en el mercado
Métricas	La inversión se hace pensando en que la empresa va a ser revolucionaria y va a generar altos retornos. En otras palabras, “se invierte en un PowerPoint”	Se necesitan ingresos suficientemente altos para que los inversores sigan inyectando capital, es decir, métricas que apoyen el crecimiento exponencial	La tracción tiene que ser suficiente para poder poner el foco en otros factores. En una palabra, expansión
Riesgo de la inversión	Riesgo alto (“valle de la muerte”) hasta el ‘break-even’	Si se consigue levantar una Series A, el riesgo se reduce ya que inversores ven futuro en las métricas y planes de la empresa	Riesgo de inversión reducido. Si los inversores actuales siguen invirtiendo, lo más probable es que convezan a más fondos
Diferenciación necesaria	Para atraer financiación, puede ser favorable que el producto se lance en un mercado con algún	En esta fase, el producto tiene que averiguar sus fortalezas y trabajar para desarrollarlos de	El producto tiene que conseguir una presencia significativa en el mercado. Se tiene que asegurar que con la

	competidor para asegurarse que es un mercado en crecimiento, pero no con muchos de ellos consolidados	la forma más ágil posible. Siempre acompañados de un plan de diferenciación	fuerte inversión se crea diferenciación y barreras de entrada
Gastos	Entendiendo que no se va a conseguir llegar al “break-even” en periodos cortos, hay que hacer todo lo posible para que la inversión cubra gran parte de los gastos y costes	Los gastos van a seguir aumentando, pero es necesario que los ingresos empiecen a sobrepasarlos para asegurar la rentabilidad de los inversores	La internacionalización es un proceso costoso por lo que en el “due diligence” hay que justificar los gastos que van a incurrir contra los beneficios que se van a generar
Base de clientes	Es probable que no existan clientes, o que sean clientes de prueba para recibir retroalimentación	La base de clientes se tiene que expandir y consolidar para darle credibilidad al producto. Si van bien, deberían tener una lista de clientes adicionales con los que trabajar	Los clientes tienen que ser tanto nacionales como internacionales, ayudando así a su expansión global

Tabla i: Diferencias entre las tres rondas de financiación más comunes en el Venture Capital (Elaboración propia)

6. Procesos de inversión a través de la lupa de un fondo de VC, K Fund

6.1 Fundación y reglas de K Fund

K Fund tiene su origen en el fondo Vitamina K, fundado en 2012 por Carina Spilka e Iñaki Arrola, con un patrimonio inicial de 1.200.000€, que en su día tenía como gestora a Kanoar Ventures, el órgano encargado de aprobar las operaciones que se llevan a cabo, desde el levantamiento de capital, hasta las decisiones de inversión en empresas emergentes (Ventura, 2019). Spilka es ex-CEO de ING en España y Francia, aparte de formar parte del consejo en empresas internacionales como, por ejemplo: Meliá Hoteles, ABANCA y Grifols. Por su parte Iñaki Arrola es ex-emprendedor de coches.com y de Arco, una correduría de Seguros en Madrid (Arrola, 2020). El impacto de unos fundadores potentes y sostenibles en el tiempo es fundamental para el éxito de un fondo, ya que existen experiencias significativas tanto por el lado de emprendimiento como por el del desarrollo y gestión de empresas, siendo dos factores que generan mayor credibilidad no solo para los retornos de los LPs, sino también para las empresas que acuden buscando financiación.

Con estos 1.2M€, Spilka y Arrola llevaron a cabo una serie de inversiones en pequeñas empresas, que, visto el éxito, consiguieron atraer a dos socios más, formando un fondo (K I) con más capital y potencial para hacerse grandes jugadores en el mercado. El fondo estuvo varios años gestionando el levantamiento de capital de diferentes tipos de inversores no solo para diversificar su riesgo, sino también para tener suficiente capital que invertir en empresas que poseían altas expectativas de éxito. Parte de dicho capital de un fondo debe de estar formado por el patrimonio de los socios, lo cual en el caso de K tiene que ser un mínimo del 3%. Esto asegura que los socios se comprometen a poner todos sus esfuerzos y dedicación en el fondo y las empresas que gestiona para generar retornos tanto como para ellos mismo como para sus clientes, los LPs y GPs. Además, otro inversor relevante es el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), que no es únicamente el mayor inversor en K Fund, sino también el máximo inversor de VC en Europa (Arrola, 2020).

El primer fondo de K Fund (K I) se creó en 2016, con un importe de 50M€. Este tamaño de fondo daba opción para, no solo hacer una primera inversión, sino también para tener la capacidad de llevar a cabo rondas de acompañamiento. El periodo de inversión de este primer fondo acabó en primavera del 2020 tras haber invertido en 28 empresas emergentes donde la tecnología era un requisito indispensable para invertir. Una vez invertido el capital del primer

fondo, se levantó un segundo fondo de 70M€ (K II), con la misma estrategia y rondas iniciales que en K I, pero con más capacidad para rondas de acompañamiento. Por otra parte, y con la idea de innovar y expandir sus operaciones, K Fund decidió crear otro fondo más pequeño, K Founders, con una inversión máxima de 100.000€. La idea era usar el dinero de los mismos LPs y GPs, pero invertirlos en proyectos en fases pre-semilla, es decir, en start-ups que acaban de crearse y aun no tienen desarrollado un Producto Mínimo Viable (PMV) (Arrola, 2020). Las diferentes rondas de inversión de K Fund se ven reflejadas en el siguiente gráfico.

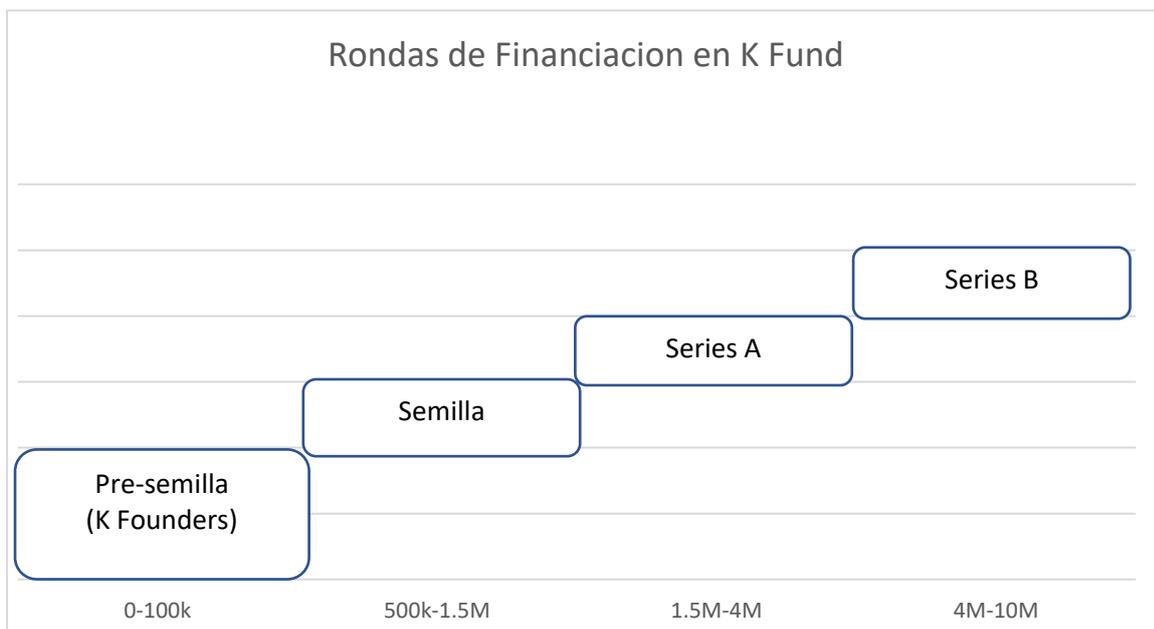


Gráfico iv: Rondas en K Fund (Elaboración propia).

Cómo requisito para K Fund es también importante la función que cumple el producto, es decir, el impacto que puede tener en la sociedad (Arrola, 2020). El mundo del VC se basa en inversiones muy específicas en empresas que tienen potencial de tener desarrollo internacional, por lo que el producto no puede únicamente ser un “nice-to-have”, sino que es necesario asegurar que se convierta en un “must-have” en su mercado respectivo.

6.1.1 Por qué K Fund?

Una vez entendidos los fundamentos de K Fund, también hay que entender por qué los emprendedores acuden a él para llevar a cabo inversiones, en vez de llevarlas a cabo de manera individual o a través de otro fondo.

Una de las razones más importantes es el historial del fondo, es decir, la experiencia que ha conseguido generar a lo largo de sus inversiones. Al fin y al cabo, es su trabajo y en lo que están involucrados de forma constante por lo que siempre se asegurarán de que el patrimonio

de todos sus inversores se gestiona de la mejor manera posible. Por otra parte, dado que el mundo de la tecnología está creciendo muy rápidamente, una de las maneras de reducir el riesgo es invertir a través de aquellos que son expertos analizando empresas en desarrollo (Ventura, 2019).

Es verdad que, en K Fund, el ticket mínimo de entrada para un LP es de 250.000€, pero, lo fundamental es que no se tienen que desembolsar en el primer día, es decir, se desembolsa una parte de dicha cantidad para hacer las primeras inversiones, mientras que el resto (aproximadamente dos tercios) se queda comprometido, pero sin desembolsar, y por tanto sin invertir, hasta que se hagan rondas de acompañamiento donde se necesite más entradas de capital (Ventura, 2019). Esto no solo reduce el riesgo de los inversores, sino que también asegura que el dinero se invierte en empresas con métricas e hitos positivos. Dichas rondas de acompañamiento suelen atraer financiación externa de fondos internacionales, incrementando la seguridad que genera un fondo a la hora de invertir comparado con un inversor autónomo cuyo trabajo diario no se basa en llevar a cabo inversiones.

Cada inversión que hace K Fund suele significar una adquisición de un 15%-20% del capital de la empresa adquirida, no solo para tener suficiente poder de gestión sino también para generar unos retornos para los LPs de 3 a 3.5 veces el capital invertido como media. Esto suele ser porque, en todo fondo de VC, el 40% de los startups en los que se invierten quiebran, otro 40% generan un retorno saludable de 2x-3x, mientras que el 20% suelen dar retornos incluso por encima de 10x. De dichos retornos, hay que descontar la comisión de éxito de los socios y gestores del fondo, que suele ser un 20% de las plusvalías siempre que se llegue a una Tasa Interna de Retorno (TIR) mínima del 8% para los LPs, y, si no se consigue este objetivo, lo más probable es que los socios no se lleven ‘carry’, en otras palabras, las plusvalías (Ventura, 2019).

El objetivo del análisis es llegar a entender cómo funcionan las operaciones de K Fund, desde que reciben las oportunidades de inversión, hasta que se invierte en la empresa, pasando por secciones como puede ser las entrevistas con la start-up y las diferentes formas de invertir, para entender mejor el sector del VC y porqué suele ser una buena manera de invertir ahorros.

6.2 Captación de oportunidades de inversión y su procedimiento

Antes de iniciar el proceso de análisis de oportunidades, un fondo como K Fund debe de entender cuáles son sus límites a la hora de invertir, es decir, aun siendo neutrales en los modelos de negocio que analizan, deben tener en cuenta aquellos sectores en los cuales se

necesitan altos niveles de especialización como por ejemplo, en el sector aeroespacial donde, para llevar a cabo una inversión exitosa, se necesitan tener especialistas, posibles fondos de coinversión, experiencia y suficiente información sobre el mercado y sus productos. Es posible que un fondo como K Fund, que no está especializado en ningún sector específico, no se vea preparado para invertir en ese tipo de proyectos, lo cual no significa que no se vaya a analizar la oportunidad. Hay veces que es mejor no adentrarse en sectores con un riesgo tan alto, no solo porque no se sabe cuál va a ser la posición de la compañía en los próximos años, sino también porque se pone en juego el patrimonio de los LPs y la reputación del fondo. K Fund se toma dichas inversiones de forma cautelosa, es decir, no solo investigan las métricas como pueden ser los ingresos, los costes, el CAC (coste de adquisición del cliente), LTV (Life Time Value del cliente), sino que también tienen en cuenta como de factible es el crecimiento en los próximos 5-10 años, que es cuando se suelen vender las empresas de su cartera (Ventura, 2016). Adentrarse en sectores que no tienen un proceso de venta claro tampoco suele ser parte de la estrategia del fondo ya que, si la empresa no se acaba vendiendo, los retornos se verán afectados negativamente.

Una vez entendido los mercados que pueden generar mayores riesgos, K Fund desarrolla unos criterios de inversión para guiar sus decisiones, que se ven explicados en la siguiente tabla:

Modelos de negocio	Sectores	Momento de primera inversión	Tamaño de la ronda	Acompañamiento	Capital adquirido
Neutrales (B2B, B2C, B2B2C, etc.)	Neutrales	Pre-semilla – Series A	100k€ - 2M€	Hasta 1M€	15%-20%

Tabla ii: Criterios de inversión de K Fund (Elaboración propia)

La siguiente fase se enfoca en la captación de oportunidades de inversión por parte del equipo de “dealflow” (equipo de análisis de oportunidades). Se puede hacer de dos formas. La primera, que se denomina captación orgánica se origina por recomendaciones de otros fondos, contactos en el sector, o incluso por ganadoras de eventos de aceleradoras. Aunque la cantidad de oportunidades que aparecen por esta vía suelen ser reducidas, también es verdad que la calidad de las “start-ups” es mayor, ya que los contactos que los presentan entienden cuáles son los modelos de negocio que más encajan con K Fund, generando más posibilidades de negocio (Novoa, 2018). La otra opción, que se denomina inorgánica, suele ocurrir con cierta frecuencia en K Fund, y consiste en que haya empresas emergentes desconocidas que se pongan en

contacto con ellos para tener una primera reunión y presentar el producto. En la historia de K Fund solo se ha llevado a cabo una inversión la cual fue recibida de forma inorgánica, “Keatz”, una empresa alemana de cocinas fantasma. En este caso, esta start-up acabó dentro del 40% de las empresas en el mundo del VC que acaban fracasando, debido a varias razones como la pobre gestión con sus proveedores. (Lewin, 2020).

6.3 Análisis de oportunidades de inversión

Las oportunidades recibidas, tanto de manera orgánica o inorgánica, se someten a una primera criba, donde, basado en la información que han compartido con K Fund sobre el mercado, sus clientes, la competencia y el modelo de negocio, el equipo de ‘dealflow’ usa su experiencia para tomar una decisión sobre si merece la pena seguir adelante con un análisis profundo y detallado. (Novoa, 2018).

Entre enero y noviembre del 2018, se han analizado 1,111 oportunidades, una media de 56 por mes. De estas 1,111 oportunidades, al menos el 70% han sido de empresas españolas, con solo el 30% internacionales. Dentro del ámbito español se observa que una media de aproximadamente el 60% vienen de las grandes ciudades, Madrid y Barcelona (Novoa, 2018). Esto es debido al ámbito emprendedor y tecnológico que se encuentra en las dos ciudades, tanto por el historial de empresas en crecimiento que existen en Madrid, como por la ‘ciudad tecnológica’ en desarrollo en Barcelona.

Evolución de la distribución geográfica de España en el 2018

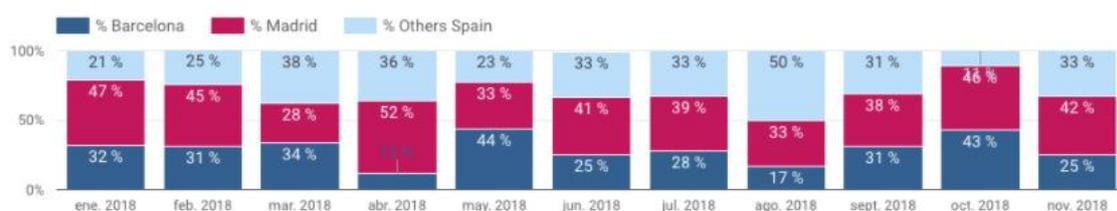


Gráfico v: Distribución geográfica de las oportunidades (Novoa, 2018)

A las que no pasan este primer filtro, que suele ser un gran porcentaje, se les manda un documento formal explicando las razones por las que se ha decidido no seguir adelante.

Las principales razones por las cuales K Fund rechaza una oportunidad en un momento tan previo suelen ser las que se describen a continuación. En primer lugar, la empresa emergente se encuentra fuera de los criterios de inversión. Cada vez que el fondo quiere aprobar una inversión, o al menos hacer un análisis en detalle, se tiene que respaldar en que el FEI lo apruebe. Cualquier empresa que promoció contenido explícito o que esté relacionada con el

juego y las apuestas se rechaza, ya que ni K Fund ni su gestora quieren ser responsables de incentivar su consumo (Ventura y Arrola, 2019). Otras razones por las cuales podría no llevarse a cabo una inversión es el momento de desarrollo en el que se encuentra una empresa o el mercado.

Es verdad que existen muchas otras razones por las cuales K Fund decide no invertir en un proyecto, pero hay que tener en cuenta que las mencionadas suelen significar que la oportunidad no pasa la primera criba, y por tanto, no se llega a analizar. Una vez seleccionadas aquellas ‘start-ups’ que han pasado la primera criba, se les manda un formulario, conteniendo toda la información necesaria para que el equipo de ‘dealflow’ pueda tomar decisiones. Dicho formulario, que actúa como la segunda criba, contiene información sobre el equipo fundador, las métricas, el crecimiento desde lanzamiento, el tamaño de la ronda, la valoración, etc. Todos estos factores pueden influir en la decisión ya que, aunque las métricas sean positivas y hayan llegado al “break-even”, la valoración también tiene que estar acorde con el crecimiento potencial de la empresa (Ventura y Arrola, 2019). Por ejemplo, una empresa que esté levantando 1M€ en una ronda semilla, pero con una valoración de 15M€, significar que el fondo inversor se va a diluir en rondas posteriores, donde tendría que invertir grandes cantidades para poder mantener el nivel de capital requerido para generar los retornos esperados. Para poner en perspectiva el rigor que demanda K Fund, de todas las inversiones que pasan la segunda criba, se acaba invirtiendo en un 1.26% de ellas.

En conclusión, gracias al historial de K Fund a lo largo de los años, han podido generar una serie de ‘leads’ para recibir y analizar oportunidades de forma constante.

Es verdad que tomar una decisión basada en la información que contiene el formulario es importante, pero, para poder seguir con el proceso, también es clave tener una primera toma de contacto con el fundador, no solo por teléfono, sino cara a cara.

6.3.1 Entrevistas con los fundadores

Una vez seleccionadas aquellas oportunidades que superan el segundo filtro, se aplica la tercera criba, las entrevistas con los fundadores. Como se ha dicho previamente, el éxito de la start-up se basa tanto en sus métricas, como en la experiencia del equipo de cara a la competir en el mercado. Cada fondo analiza al equipo de una manera diferente, y en K específicamente, se llevan a cabo tres tipos de entrevistas, todas para investigar diferentes rasgos. La entrevista inicial para hacer la primera toma de contacto, la segunda para resolver cualquier duda, y la

tercera enfocada en el liderazgo. Si en alguna de estas entrevistas el fondo no se siente a gusto con el perfil del emprendedor, no se llevará a cabo la inversión (Ventura, 2020).

Antes de entrar en el análisis de cada tipo de entrevista, en el proyecto de K Founders importa aún más el perfil del emprendedor. Es verdad que se someten a las mismas entrevistas que una empresa que aplica para una financiación más amplia, pero, como en una fase tan previa no existe el mismo nivel de métricas para analizar la viabilidad del producto, el trato del emprendedor y su experiencia previa trabajando en el sector son determinantes. Deben ser emprendedores innovadores, expertos y dedicados.

La primera entrevista es simplemente una toma de contacto entre el equipo de ‘dealflow’ por parte de K Fund y los emprendedores por parte de la “start-up”. Lo primero, es que el fondo explique cómo trabaja, es decir, las rondas que hacen, en que sectores están especializados, la iniciativa de K Founders, etc. Desde ese momento en adelante, el emprendedor toma la palabra y pasa a explicar los aspectos relevantes que necesita el fondo para tomar decisiones. Aunque cada sector posee sus propias características, hay factores comunes que siempre se deben validar en la primera entrevista. El primero, y el más obvio, es el funcionamiento del producto, tanto si es una aplicación móvil, un software que se ha creado, u otro tipo de producto. Entender cómo funciona el producto y como se ha desarrollado el factor tecnológico es decisivo para estimar el futuro del producto (Ventura, 2020). Así mismo, hay que conocer cuáles pueden ser sus principales competidores, ya que saber cómo defenderse de ellos es otro de los factores que hay que analizar en detalle. Por ejemplo, en K Fund se han analizado empresas de música que ofrecían una idea de “music share” donde se podían compartir cuentas, crear listas, dar premios a los artistas, etc. Es verdad que la idea es sostenible en el tiempo, pero la defensividad no. Existen competidores como Spotify o Apple Music que poseen la gran mayoría de la cuota de mercado, y pueden adaptar sus productos cuando vean que hay empresas creando nuevas aplicaciones dentro de sus entornos. Por lo que, si uno de los competidores fuera Spotify le sugiere a K Fund no invertir, ya que, por bueno que sea el producto, lo más probable es que no se consigan los retornos esperados. Otro factor para analizar es la facturación. A la hora de tomar decisiones, hay que conocer cuánto ha facturado la empresa a lo largo de los meses que lleva activa para analizar la tendencia, teniendo en cuenta la situación del sector en ese momento. Por ejemplo, en 2020, y debido al covid, empresas cuyo ámbito se basa en el turismo, han visto una fuerte bajada en su facturación, mientras que empresas sanitarias han observado un cambio opuesto. Por lo que, invertir en una empresa con facturación decreciente siempre va a suponer un riesgo elevado para el fondo (Ventura, 2020).

En las primeras reuniones, un objetivo es entender el historial de todos los fundadores. Montar una “start-up” no es fácil, y hacerlo sin experiencia aún menos, por lo que un fondo siempre tiene que analizar las experiencias previas que ha tenido un fundador. La experiencia de emprender suele servir de ayuda, ya que existe una filosofía específica a la hora de montar una empresa aparte de haber generado contactos a lo largo del proceso. Pero, como es de esperar, siempre hay una primera vez, por lo que en ese caso el análisis se basa en la trayectoria profesional como, por ejemplo: donde ha trabajado previamente, porque ha trabajado ahí, que funciones han llevado a cabo, y cuál ha sido el resultado de la empresa a lo largo de los últimos años (Ventura, 2020). En otras palabras, puede existir un fundador con una gran idea de producto y gran conocimiento sobre su tecnología, pero, si es nuevo en el mundo del capital riesgo, puede que se decida no invertir. Es más fácil adaptar y cambiar un producto que una persona.

Una vez terminada la primera reunión, el equipo de ‘dealflow’ se reúne para tomar una decisión sobre si merece la pena seguir adelante con el análisis. Puede ser que existan dudas, que es lo normal, pero si existe algún factor diferenciador que creé interés, se suele seguir adelante con una segunda reunión. Antes de llevarla a cabo, se pide a la “start-up” una serie de documentos que ayudan al fondo a analizar la oportunidad en detalle. Uno de estos documentos es el ‘business plan’, es decir, el modelo de negocio. Dicho documento tiene que incluir el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y la tesorería que espera tener la “start-up” en los próximos años, así como, el número de clientes, un análisis de costes y del mercado, etc. Por otra parte, también se pide un ‘roadmap’, es decir, un documento o presentación que subraye los próximos pasos e hitos de la empresa, desde la mejora del producto, hasta la internacionalización (Ventura, 2020). Expandirse en este mercado tiene que hacerse teniendo en cuenta la competencia que pueda existir dependiendo del país o región y el potencial del producto en dicho mercado. Si, por ejemplo, una empresa de viajes educativos decide expandirse a estados unidos, van a surgir altos niveles de fricción, ya que Estados Unidos es el país con más estudiantes de Erasmus europeos (K Fund, 2020). Mientras que, si una empresa en dicho sector decide expandirse a mercados y países menos explotados como puede ser Australia o incluso Asia, puede existir una mayor oportunidad de crecimiento sobre la cual el fondo puede ayudar a expandir.

Al analizar estos documentos, K Fund suele tener una serie de dudas, tanto sobre el producto y su potencialidad, la competencia, e incluso sobre el perfil de los clientes. Si es un producto que tiene mucha competencia, se pondrá el enfoque en los factores de competitividad, mientras

que, si el producto es innovador, se pondrá el enfoque en su desarrollo y la captación de demanda.

Viendo que K Fund solo invierte en un 1.26% de las empresas que analiza, significa que hay una gran mayoría de ellas a las que se les dice que no, una vez llevada a cabo esta segunda reunión. Esto suele ocurrir porque, aunque posean algún factor positivo sobre el producto o equipo, el conjunto de la información no es suficiente para que se lleve a cabo la inversión. Por el contrario, si después de llevar a cabo esta segunda reunión, K Fund sigue pensando sobre la posible inversión, la oportunidad pasa a manos de los socios del fondo. Es decir, ellos son los últimos en tomar la decisión (Ventura, 2020). Para tomar esta decisión, los socios tienen un último tipo de reunión donde se pone a un lado el producto y el mercado, y se centran en liderazgo de los fundadores. Es una fase que otros fondos españoles no llevan a cabo, dándole un elemento diferencial. La reunión sirve para entender cómo piensa el fundador, haciendo preguntas como cuáles pueden ser start-ups de referencia a nivel mundial, que les ha inspirado a llevar a cabo la idea, cuáles son sus objetivos en la vida, y que hacen fuera del trabajo. Parte de dichos factores no están relacionados con el mundo del emprendimiento en sí, pero le sirve a K Fund como guía para entender con qué tipo de perfil van a tener que trabajar si deciden invertir. Como se ha dicho previamente, las inversiones suelen tardar unos 5-7 años en generar retornos, por lo que sentirse cómodo con los fundadores como “compañeros de viaje”, siempre es muy importante (Ventura, 2020).

El proceso de las tres entrevistas con los emprendedores suele durar una media de un mes, ya que el fondo tiene que gestionar y tomar decisiones sobre más de una oportunidad al mismo tiempo, sobre todo si se trata de una coinversión. Si las “start-ups” convencen al fondo después de la tercera criba, que suelen ser menos de un 5% de las oportunidades recibidas, pasan a la cuarta criba.

6.4 Documentación para toma de decisiones

Si una “start-up” consigue pasar la tercera criba, se elabora la documentación para la toma de la decisión de inversión, la cuarta criba. La ‘tesis de inversión’, que es el documento más importante, debe incluir los siguientes puntos: el tamaño de la ronda y su valoración, ya que afecta a su dilución y retornos en caso de venta; también debe reflejar quien es la competencia, cuánto dinero han conseguido levantar, y en que punto de desarrollo se encuentran (K Fund, 2020). Todos estos factores ya han sido mencionados previamente, pero otra sección la cual no puede pasar desapercibida cuando se crea la tesis de inversión son las métricas claves. Como

se puede ver en la tabla, K Fund las divide en secciones, como la tracción, el compromiso, la liquidez y los “unit economic”, y a la vez entre las diferentes rondas de inversión.

En las inversiones pre-semilla (K Founders), no hace falta poseer una gran cantidad de métricas ya que en dicha fase no están disponibles, pero lo que sí es necesario es que exista la creencia de que se va a desarrollar un producto que revolucione el mercado. Analizando las fases de semilla y Series A, K Fund utiliza la tabla adjunta para crear una serie de requisitos mínimos que las empresas tienen que cumplir.

Uno de los factores más importantes que se analizan a la hora de escribir la tesis de inversión es la expectativa de que el producto tenga un mercado potencial de, como mínimo, 100M€ GMV, ya que es lo que atrae a un fondo no solo para devolver la inversión, sino también para generar retornos con multiplicadores. Lo normal es que los fundadores intenten crear sus modelos de negocio para que lleguen a dichas cifras en el tiempo esperado, pero, K Fund va un paso más allá y crea su propio análisis inversión, es decir, parten de la base de una facturación de 100M€ y trabajan hacia atrás para entender cuántos clientes o suscripciones necesitarían tener a lo largo de cada año para llegar a dicha cifra (K Fund, 2020). Esto ayuda a investigar la credibilidad del modelo que han creado los fundadores.

Por otra parte, no todas las métricas de la tabla aplican para cada empresa que se analiza. Es decir, el GMV mensual solo aplica para ‘marketplaces’, el MRR y ARR solo aplican para ‘softwares’ de suscripción, o, en otras palabras, “SaaS”. Mientras que el MAU y el DAU solo aplican cuando se está analizando una aplicación web o móvil la cual basa sus ingresos en visitas (K Fund, 2020). Es decir, K Fund usa las mismas referencias para cada empresa que analiza, pero las adapta dependiendo del producto o servicio que se esté analizando para crear conclusiones más concretas, que llevan a evitar errores a la hora de tomar decisiones en el comité de inversión.

Las siguientes métricas que se analizan para escribir la tesis de inversión son las de tracción, es decir, todas aquellas relacionadas con el crecimiento y la implantación en el mercado. Como se puede observar en la tabla, las métricas son las mismas tanto para la fase de semilla como de Series A, lo único que cambia es el nivel de rigor exigido por el fondo. Por ejemplo, el crecimiento mensual tiene que posicionarse por encima del 8% en la fase semilla, mientras que se sitúa en un mínimo del 10% para la fase de Series A. Por otra parte, una empresa en fase semilla puede no tener una gran cantidad de clientes, por lo que es aceptable que el 80% del GMV, las ventas brutas, vengan del primer 20% de los clientes. Mientras que, entendiendo que

una empresa en fase Series A tiene más clientes, este porcentaje en respecto al GMV se reduce hasta el 60%. Por último, para aquellas empresas que han creado una aplicación móvil o web, su tracción se mide mediante la cantidad de personas registradas en la aplicación tras descargársela y el crecimiento de los “DAUs” y “MAUs” (K Fund, 2020).

En siguiente lugar se encuentra el compromiso, que se entiende como la fidelización de los clientes y proveedores, otra métrica significativa a la hora de escribir la tesis. Dicha sección se suele aplicar para aquellas empresas que no basan su modelo de negocio en la creación de una aplicación móvil o web. Es decir, se investigan aspectos como la cantidad de clientes que compran de manera trimestral y los proveedores activos después de un periodo de tiempo establecido. Dichas métricas más agresivas en las Series A son entendibles, ya que, si la empresa tiene pensado levantar una ronda de 4M€ de K Fund, debe poseer unas métricas mejores que si está levantando una ronda de 1M€ (K Fund, 2020).

En tercer lugar, se encuentran las métricas de liquidez, es decir, aquellas enfocadas tanto en las transacciones como en los ratios de compradores y vendedores. Estas métricas aseguran que el mercado potencial va a estar siempre bien surtido, y que, además, el ciclo de suministro y cobro va a ser suficientemente corto como para general liquidez.

Por último, se encuentra la fase que K Fund llama los “unit economics”, es decir, otras métricas significativas para la toma de decisiones. Como la tabla ilustra, es importante medir el “CAC” ante variables como el beneficio, el “LTV”, o incluso su propio periodo de recuperación. El “CAC” debe tener el menor impacto posible en los beneficios, ya que, cuanto menos se gaste en adquirir un cliente a través de campañas de marketing y otros métodos, mejores beneficios se van a obtener, tanto a corto como a largo plazo. Por otra parte, el ratio del LTV/CAC es significativo para comparar el valor que genera un cliente contra lo que ha costado adquirirlo. Es decir, en una Series A, el ratio tiene que estar por encima de 2, lo cual significa que el cliente genera el doble de valor para la “start-up” en comparación con el coste que se ha incurrido para adquirirlo. Todas estas métricas y las anteriores se pueden observar en la siguiente tabla (K Fund, 2020).

	Pre-semilla	Semilla	Series A
Ronda	50k€-100k€	500k€-1.5M€	1.5M€-4M€
Valoración	1.5M€-3M€	3M€-8M€	8M€-15M€
Mercado	Creencia de 100M€+GMV	Creencia de 100M€+GMV	Convicción de 100M€+GMV
GMV Mensual	0-50k€	0-20k€	80k€-100k€
MRR	No disponible	80k€-100k€	250k€-400k€
ARR	No disponible	0-0.2M€	1M€-1.5M€
MAUs	No disponible	>50k	>100k
Margen	>10%	>10%	>10%
Tracción	No disponible	Crecimiento mensual: >8% Crecimiento Anual: >2x %GMV del primer 20% de clientes: <80% NPS del proveedor: >40% Registros: >50% de instalaciones DAU/MAU: >20%	Crecimiento mensual: >10% Crecimiento Anual: >2x %GMV del primer 20% de clientes: <60% NPS del proveedor: >40% Crecimiento ARR: 3x Registros: >70% de instalaciones DAU/MAU: >25%
Compromiso	No disponible	>30% de los clientes compran de manera trimestral % de proveedores activos tras 1 mes: >50% % de proveedores activos después de un año: >20%	>40% de los clientes compran de manera trimestral % de proveedores activos tras 1 mes: >60% % de proveedores activos después de un año: >30%
Liquidez	No disponible	Ratio de compradores:vendedores: >1.3 Tiempo de transacción: Razonable Transacciones completadas: >20%	Ratio de compradores:vendedores: >2 Tiempo de transacción: Reducido Transacciones completadas: >40%
“Unit Economics”	Previsiones definidas	CAC/Beneficios: <50% Recuperación del CAC: <12 meses Margen de Contribución: >10%	CAC/Beneficios: <40% Margen de Contribución: >30% LTV/CAC: >2 Recuperación del CAC: <10 meses Periodo de recuperación B2B: <6 meses Periodo de recuperación B2C: <12 meses

Tabla iii: Métricas para la toma de decisiones en K Fund (K Fund, 2020)

Leyenda:

GMV: Gross Market Value (Ventas brutas)
NPS: Net Promoter Score (porcentaje de recomendación del producto)
CAC: Customer Acquisition Cost (Coste de Adquisición del Cliente)
MRR: Monthly Recurring Revenues (Ingresos Mensuales Recurrentes)
ARR: Annual Recurring Revenues (Ingresos Anuales Recurrentes)
MAUs: Monthly Average Users (Media de Usuarios Mensuales)
DAUs: Daily Average Users (Media de Usuarios Diarios)
LTV: Lifetime Value (Valor del cliente durante toda su vida)

Además de las métricas que suponen una gran parte del peso en la tesis, hay otro tipo de información que también se toma en consideración. A este respecto, se crean tablas para entender los factores a favor y en contra cada una de las inversiones, ayudando a generar debate en el comité de inversión. A la hora de crear dichas tablas hay que tener en cuenta si la oportunidad crea conflicto de intereses con una empresa en la que ya se ha invertido. En otras palabras, se analiza que el producto o servicio en cuestión no sea lo suficientemente parecido a una empresa en la cartera para que no tengan que competir por la captación de clientes. Esto ha ocurrido varias veces, como por ejemplo con 'Beonprice', una empresa en la cartera de K Fund que, a través de un software, ayuda a cualquier empresa pequeña o grande a gestionar ingresos, facturas, crear modelos de predicción, etc. Desde que se llevó a cabo la inversión en esta empresa, han pasado por el foco otras empresas del mismo estilo, pero, por conflicto de intereses y por diversificar el riesgo, se ha decidido no invertir.

En conclusión, la cuarta criba sirve para saber si las empresas en cuestión han conseguido alcanzar las métricas esperadas, y si tienen expectativas de hacerlas crecer en un futuro. Si no existe una convicción por parte del fondo de que se van a cumplir, lo más normal es que se decida no invertir.

6.5 Decisión final

Si la "start-up" ha conseguido pasar las cuatro cribas, el comité de inversión se reúne para tomar una decisión final sobre si se va a invertir o no. Es verdad que, llegado a este punto, existe una probabilidad alta de que la inversión se lleve a cabo, pero es decisión del comité de inversión y de los socios del fondo decidir si firmar o no, pues pueden existir problemas con el

desarrollo de la tecnología, o incluso la competencia a nivel global, ya que generar éxito a nivel nacional no es suficiente para K Fund.

Si, una vez que toda la información se ha analizado, se decide invertir, se informará a la “start-up” para que de ahí en adelante se pueda gestionar la documentación ante notario y escribir el “term sheet”. Dependiendo del tamaño de la ronda y del porcentaje que quiera tener K Fund, se puede invertir como único inversor o se puede gestionar una coinversión con otro fondo de confianza. Es decir, si la ronda supera el máximo de 2M€ que tiene K Fund como límite de primera inversión, se suelen poner en contacto con otros inversores para ofrecerles una coinversión. Aunque esto pueda generar retrasos y más papeleo, las ‘start-ups’ suelen preferir recibir financiación de más de un fondo ya que les permite tener un nivel de experiencia más amplio y diversificado (Ventura, 2017).

Si no se invierte, el fondo intenta ser todo lo ágil posible a la hora de comunicarlo a la “start-up”, tanto por email como por llamada telefónica. La transparencia a la hora de explicar por qué no se ha invertido da una oportunidad a la empresa para adaptar su modelo de negocio, crecer, y volver a aplicar a financiación de K Fund en un futuro.

Una vez se han descartado aquellas empresas que no han conseguido pasar todas las cribas, K Fund se centra en aquellas que lo han hecho que, como se ha dicho previamente, es un 1.26% de las oportunidades que reciben. El siguiente paso es tomar una decisión sobre cómo se va a llevar a cabo la inversión, tanto si es mediante una ampliación de capital o mediante una nota convertible.

6.6 Alternativas de inversión

Tomar una decisión sobre cómo se va a efectuar la inversión es crucial. La primera posibilidad es invertir mediante ampliaciones de capital, tomando una participación en el capital de la compañía, y de esta forma suministrando los recursos para ejecutar el proyecto. Las ampliaciones le dan un porcentaje de capital al fondo, pero también es un proceso largo y costoso donde se necesitan abogados y notarios para firmar el acuerdo de inversión entre el fondo y la “start-up”. Por ejemplo, si la ronda es de 200.000€, K Fund no quiere que alrededor del 5% (10.000€) vaya destinado a la gestión de la documentación ya que se podría usar para desarrollar el producto en cuestión. Por lo que las ampliaciones de capital solo se suelen usar cuando el volumen de la inversión es elevado (Ventura, 2017).

Aun así, dependiendo de la situación y si se está llevando a cabo una coinversión con otro fondo, K Fund está abierto a invertir de dicha manera, aunque la ronda no sea de gran volumen, como, por ejemplo:

Ronda de 0.5M€ a 2M€ de valoración pre-money, y 10.000 participaciones*

Precio por participación: $2M/10.000 = 200€$

Participaciones creadas: $0,5M€/200 = 2.500$ participaciones

Entonces,

Valoración post-money: $2M€+0,5M€ = 2,5M€$

Numero de participaciones: $10,000+2.500 = 12.500$

Porcentaje de participaciones de los socios: $10.000/12.500 = 80%$

Porcentaje de participaciones de los inversores: $2.500/12.500 = 20%$

**significa que la valoración a la que el fondo va a convertir su inversión se toma respecto al valor antes de que se haga el desembolso. Esto deja más libertad al emprendedor para levantar más dinero en rondas posteriores y afecta de forma negativa a la dilución del fondo.*

Este simple ejercicio lleva a concluir que, tras una ampliación de capital de 0.5M€ a una valoración de 2M€, el fondo inversor, en este caso K Fund, se quedaría con un 20% de la empresa en la que ha invertido, entrando dentro de sus objetivos de conseguir entre el 15%-20% del capital al hacer un desembolso.

Otra alternativa de inversión son las notas convertibles que son más sencillas y baratas, aunque tienen otras implicaciones. La inversión mediante una nota significa que el fondo no consigue participaciones de la empresa de forma inmediata como en las ampliaciones de capital, sino que realmente, es un préstamo que se puede convertir en una participación del capital a la hora de levantar una futura ronda de inversión o en determinadas circunstancias. Esto conlleva a que la participación de los fundadores no se diluye hasta una ronda posterior, lo cual les permite mantener su control y su capital intacto, pero, a la vez puede causar problemas con futuros inversores que no estén de acuerdo con los términos de la conversión, ya que afectaría su nivel de retornos. Como dicho por ArkAngeles, una plataforma de crowdfunding, “Durante las rondas de inversión posteriores, los nuevos inversores pueden sentir la necesidad de presionar a los tenedores de notas convertibles para que alteren su acuerdo. Esto a veces sucede porque

el inversor con la nota convertible tiene un límite de valuación y un precio de conversión automático” (ArkAngeles, 2019).

K Fund suele desembolsar con notas convertibles en inversiones de K Founders porque se pueden llevar a cabo de forma ágil y poco costosa, es decir, es posible conseguir aprobar la inversión en 48 horas. También se suelen usar cuando existen discrepancias de valoraciones y no se llega a un acuerdo (Ventura, 2017). Es importante entender lo que dicen los expertos como Paul Graham al respecto, *“La razón de porque las notas convertibles permiten una mayor flexibilidad en los precios, es porque son baratas y fáciles de hacer”* (Thomas, 2015). Paul Graham creó ‘Viaweb’ en 1995, el primer SaaS que fue comprado en 1998 por Yahoo. En 2005, y gracias a la ayuda de sus cofundadores, Graham también empezó la idea de “Y Combinator”, la primera incubadora de startups (Thomas, 2015). Si hay alguien que sepa sobre dicho sector es el, y por ello, K Fund sigue sus criterios.

Una de las empresas de la cartera en las cuales se ha invertido con notas convertibles es Nuna, cuyo producto es un software el cual, pagando una suscripción y, a través de especialistas, ayuda a gente con problemas mentales a recibir ayuda de forma sencilla. Esta empresa estaba en crecimiento exponencial, ya que el mercado de la terapia mental está creciendo a nivel mundial, por lo que era decisivo invertir de la forma más ágil posible para poder crear un producto desarrollado con barreras de entrada para otras empresas.

Al contrario que con las ampliaciones, para invertir con notas hay que tener en cuenta una serie de factores y condiciones. Juana Barco, CEO de BackStartup, empresa enfocada en ayudar a start-ups para su desarrollo, destaca una serie de aspectos sobre las notas. El primero de ellos es la máxima valoración sobre el cual el fondo podrá convertir su inversión en acciones, el CAP (Barco, 2018). Es decir, si la empresa en cuestión crece rápidamente y consigue adquirir una valoración más alta que el CAP, el fondo inversor convertirá sus notas a un valor igual a este último. Si no es así, y el valor no llega al CAP, el fondo inversor convertirá a un descuento, normalmente del 20% en relación con el CAP. Dicho descuento ayuda a que K Fund convierta a un precio por acción mayor que otros inversores que se unan en rondas posteriores (Rohrer, 2014). Es decir, al entrar en rondas previas con notas, se acaba convirtiendo a un valor más bajo, normalmente explicado por el mayor riesgo que se ha incurrido.

Otro aspecto que es necesario tener en cuenta sobre las notas es la gobernanza, es decir, quien toma las decisiones en la empresa. Al entrar con ampliaciones de capital, se compra un porcentaje de la compañía para que el fondo pueda estar en el consejo, mientras que, a través

de las notas, el fondo inversor no podrá formar parte del consejo (Barco, 2018). K Fund invierte a través de notas en las empresas de K Founders, lo cual no genera ningún problema si, como menciona Barco, existe una buena relación entre el fondo y la start-up lo cual permite mantener una reunión de seguimiento mensual sobre la evolución de la empresa. Lo importante es entender que, mediante notas, K Fund no tiene voto ni veto en las decisiones que se toman (Barco, 2018).

Hay que tener en cuenta que, aun siendo más fácil entrar en una empresa con notas, el resultado final es el mismo, es decir, a la hora de vender la empresa da igual el método de inversión ya que las notas se convierten en acciones en un momento previo a la venta. En otras palabras, la ayuda en la gestión y el resultado final no dependen de la herramienta usada para entrar, lo único que cambia es que con notas el fondo no podrá tener ni voto ni veto.

Teniendo dichos factores en cuenta, se analizan a continuación dos escenarios hipotéticos que se pueden dar al invertir con notas. Todos los ejemplos se harán teniendo en cuenta que el fondo ha invertido una primera nota convertible de 1M€, con un CAP de 10M€ y a un descuento del 20%.

Escenario 1: Ampliación de capital de 2M€ a una valoración pre-money de 15M.

Dilución del fondo: $2M / (2M + 15M) = 11.7\%$

Significa que,

$1M / (1M + 10M) = 9.09\%$

Porcentaje final del fondo: $11.7\% \times 9.09\% = 1.064\%$

$$9\% - 1.064\% = 7.94\%$$

Porcentaje final del emprendedor: $100\% - 7.94\% = 92.06\%$ (asumiendo que es la única nota convertible)

Este escenario ayuda a entender lo que ocurre una vez la “start-up” lanza una ronda a una valoración mayor que el CAP. Esto significa que han sobrepasado sus expectativas de crecimiento. En este caso, la inversión del fondo se convierte en ‘equity’, que supone un porcentaje de permanencia del 7.94% del capital de la empresa.

Escenario 2: Ampliación de capital de 2M€ a una valoración pre-money de 8M€

Dilución del fondo: $2M / (2M+8M) = 20\%$

Significa que,

$1M / (8M(1-0.2) + 1) = 13.5\%$ (como no se ha llegado al CAP, se aplica el 20% de descuento)

Porcentaje final del fondo: $20\% \times 13.5\% = 2.7\%$

$$13.5\% - 2.7\% = 10.8\%$$

Porcentaje final del emprendedor: $100\% - 10.8\% = 89.2\%$

La conclusión de este segundo escenario es que, a una valoración por debajo del CAP, se aplica el 20% del descuento y el fondo inversor se queda con un 10.8% del capital de la “start-up”. Hay que tener en cuenta que este resultado final puede resultar engañoso ya que tener un mayor porcentaje de la empresa en cuestión no significa que vayan a generar mayores retornos. En verdad, es lo opuesto. El fondo recibe un mayor porcentaje debido a que el desarrollo de la empresa no ha cumplido sus expectativas de cumplir el CAP, por lo que, para que el fondo reciba una cantidad adecuada de retornos basado en la cantidad proporcionada, necesitan un mayor porcentaje de capital. En otras palabras, un fondo siempre prefiere tener un porcentaje de capital minoritario de una empresa cuyo crecimiento tiene buenas expectativas de retornos, que tener un porcentaje de capital más elevado de un proyecto que no crece al ritmo esperado.

El punto de intersección entre ambos escenarios es el “punto de equilibrio”, en este caso sería una valoración de 12.5M€ pre-money. Es decir, el fondo recibirá la misma cantidad de porcentaje tanto si aplica el CAP de 10M€ como si aplica el 20% de descuento $(1-0.2) \times 12.5 = 10M€$. En conclusión, si la valoración de una ronda de 2M€ está por debajo del punto de equilibrio, el fondo recibirá una participación más grande, a consecuencia de un peor desarrollo de la empresa.

También puede pasar que, tras la primera nota convertible, la ‘start-up’ decida no levantar más capital de forma externa. Esto suele ser una táctica para no ceder un gran porcentaje de capital, lo cual dificulta los retornos del fondo. Para que dicha situación no ocurra, el fondo puede tomar acciones a la hora de firmar la documentación necesaria para autorizar la nota. La práctica más común suele ser incorporar una QFR con vencimiento de 24 meses (Ventura, 2020). Esto consiste en una obligación para que la empresa en cuestión convierta la nota a capital en 2 años, asegurando que el dinero de la nota genera tanto participaciones como

retornos para el fondo. Hay que tener en cuenta que cada nota puede tener un plazo diferente, el cual lo decide el fondo.

En España es necesario tener las QFR, pero no es el caso en otros países, donde, si esto no ocurre, el fondo puede decidir si quiere que se le devuelva el dinero invertido con un interés adicional o si convierten a una valoración que decidan ellos mismos. Dicha situación ocurre tanto con los “SAFEs”, los “ASAs” y los “KISS”¹. Los ‘SAFE’ se suelen usar en Estados Unidos y al contrario de las notas que usa K Fund que tienen un interés del 6%-8% y vencimiento de 12 meses, dicha modalidad no contiene intereses, fecha de vencimiento o devoluciones (Ventura, 2017). Por otra parte, están los ‘ASAs’, otra modalidad de la nota que tiene la misma filosofía que los ‘SAFE’ pero que se usa en el Reino Unido. A la hora de coinvertir con un fondo inglés, hay que tener en cuenta que la documentación exigida es más compleja lo cual influye en el trabajo que le supone a K Fund. Por último, también existen los ‘KISS’, los cuales tienen dos versiones, una con intereses y vencimiento y otra sin ellos (Ventura, 2017). Como se puede observar, las condiciones de inversión mediante notas suelen variar en cada país, y supone incurrir un mayor riesgo para el fondo hacerlo con una de estas tres modalidades ya que no imponen ninguna condición a las “start-ups” si no levantan más rondas de financiación.

K Fund intenta diversificar sus riesgos tanto invirtiendo en diferentes sectores y mercados, como haciéndolo a través de diferentes métodos de inversión. Invertir de una sola misma manera en cada empresa puede causar errores y problemas repetitivos, mientras que, si dependiendo del estado de la “start-up” invierten de una forma u otra, reducen su riesgo e incrementan su fiabilidad.

6.7 Seguimiento de la inversión

Una de las razones más importantes por las cuales una empresa en crecimiento acude a financiación por parte de un fondo es porque buscan algo más que simplemente una ayuda financiera, es decir, buscan compañeros de viaje que les ayuden a tomar decisiones. En el mundo del capital riesgo existen dos formas de comportamiento a la hora de colaborar con la start-up. La primera consiste en intervenir mientras que la segunda es lo contrario. K Fund se inclina por la primera de ellas ya que su opinión siempre ha sido que las ‘start-ups’ suelen ser unidimensionales y se les debe intentar ayudar en todos los ámbitos posibles, como pueden ser,

1: Consultar el glosario de términos

F&A, estrategia, rondas de financiación y contratación (Arrola, Goulet y Peña, 2017). Es decir, el fondo tiene que facilitar los recursos necesarios para que los fundadores sigan adelante con sus planes.

Dentro de toda la ayuda posible que se pueda proporcionar, K Fund crea una serie de barreras las cuales no pueden sobrepasar, es decir, no pueden llegar a gestionar la compañía ya que es el trabajo de los fundadores y debe tener su personalidad. Al fin y al cabo, los expertos en el sector que se está investigando siempre van a ser los emprendedores y no los inversores. El fondo puede explicar y dar consejos sobre errores comunes que se cometen en el sector, pero entrar en detalle de cómo llevar a cabo las operaciones no suele ser parte de la estrategia de K Fund (Arrola, Goulet y Peña, 2017). Es verdad que dentro de la cartera de K Fund, hay empresas que se apoyan de forma más continua en el fondo a través de los consejos mensuales o trimestrales. Pero también existen empresas las cuales solo acuden a K Fund cuando necesiten ayuda relevante. No hay una única forma correcta de llevar a cabo este proceso, y cada caso requiere un tratamiento diferente. (Arrola, Goulet y Peña, 2017).

Una estrategia que suele tener K Fund a la hora de proporcionar ayuda es lo que denomina “one time big strategic decisión”, es decir, estrategias puntuales como puede ser la expansión internacional. Dentro de dichas estrategias, K Fund puede dar consejos sobre cuándo, cómo, y con qué recursos se debe hacer. El fondo no lleva a cabo la operación, solo proporciona consejos para conseguir los mejores resultados. Por ejemplo, ‘Exoticca’ es una agencia de viajes 100% online que es una de las empresas en la cartera de K Fund. Como cualquier empresa en el sector turístico, ‘Exoticca’ se ha visto afectada por la pandemia del covid-19, por lo que, a medida que se han ido levantando las restricciones de turismo, K Fund ha propuesto recomendaciones sobre que nuevos destinos abrir, es decir, como adaptarse al entorno en el que se opera, ya que, grandes países como Estados Unidos o Australia han tenido las fronteras cerradas durante un largo periodo de tiempo. Dichas estrategias no se pueden planificar ya que se pueden ver afectadas por cualquier factor externo, y es donde los fondos usan su experiencia sobre lo que puede funcionar mejor a la hora de cambiar el modelo o de adaptarse a las características de un mercado con altos niveles de disrupción (Arrola, Goulet y Peña, 2017).

Por último, el fondo sirve como uno de los mayores apoyos para la empresa a la hora de ser adquirida, es decir, en el proceso de F&A. K Fund mentaliza a los fundadores que deben estar preparados para una posible venta y, además, debido a lo complicado del proceso, les

proporciona ayuda para llevarlo a cabo. Dicho proceso suele ser extensivo, costoso y sistemático, donde existen muchos componentes y donde el CEO de la ‘start-up’ debe posicionar su compañía de una forma que sea visible a los posibles compradores. En otras palabras, un fondo como K Fund se puede sentir atraído por la idea que tiene una empresa, pero si no ve posible salida en el futuro, es difícil que invierta en ella ya que la única forma de que los LPs reciban los retornos esperados suele ser cuando se venden empresas de la cartera. En España, el mercado potencial de adquirentes de las empresas participadas suele ser bastante pequeño, por lo que se suele acudir al mercado internacional para efectuar la venta. En “Silicon Valley”, por ejemplo, se suelen llevar a cabo muchas operaciones de F&A por lo que existe una tendencia a que K Fund ayude a sus empresas a prepararse para una compra internacional, adaptando los sistemas e idiomas donde sea necesario (Ventura y Arrola, 2019).

Como el socio co-fundador de K Fund explica, *“Las compañías se compran, no se venden”* (Ventura y Arrola, 2019). Es decir, desde que se llevan a cabo las cribas, el fondo ya se plantea quienes podrían ser los posibles compradores de dicho producto para alinear los objetivos que se necesitan alcanzar

Teniendo en cuenta que toda actividad de F&A no solo afecta a la reputación del fondo, sino también al retorno de sus LPs, es fundamental que K Fund aporte los consejos y las ideas necesarias para que la compra se pueda ejecutar.

6.8 Comparación con otro fondo de inversión español

Hay que tener en cuenta que el ecosistema español del VC no tiene unas reglas específicas que apliquen para todos los fondos, es decir, no todos tienen que funcionar y llevar a cabo las operaciones como lo hace K Fund, cada uno puede operar de la forma que les parezca más efectiva, dejando espacio para que sean sus resultados los que les ayuden a validar su modelo de negocio.

Por lo que, esta parte del trabajo se centrará en analizar brevemente los procesos que se llevan a cabo en otro fondo de inversión español, Samaipata, y como se diferencian de K Fund. Samaipata se fundó en 2016 en Madrid por José del Barrio tras haber vendido ‘La Nevera Roja’, con la ayuda de Eduardo Diez- Hochleitner que tiene un gran historial trabajando en empresas como BNP Paribas y Masmóvil (Bayón, 2019). El primer vehículo de inversión que lanzaron fue de 30M€, el cual se invirtió en 15 empresas como, por ejemplo, 21Buttons, red social dedicada a compartir y comprar moda, Procesa, centrada en conectar a proveedores de pescado con sus clientes, y varias otras. Las operaciones fueron exitosas ya que el capital

invertido ayudó a las start-ups a crecer y a convertirse en potenciales líderes de sus mercados respectivos (Bayón, 2019).

Debido a su éxito, el fondo español consiguió levantar un segundo fondo de 100M€ para seguir invirtiendo en empresas tecnológicas que pudiesen revolucionar el mercado. Escuchando un “podcast” entre K Fund y Samaipata, se pueden sacar conclusiones interesantes que ayudan a comparar las diferencias entre las formas de actuar de los dos fondos. K Fund tuvo la oportunidad de hablar con dos personas de Samaipata: la fundadora de la oficina en Londres para llevar a cabo operaciones en el Reino Unido y la consultora estratégica convertida a inversora que fundó la oficina en París. Explican que, aunque Samaipata fue fundado en España, se consideran un fondo paneuropeo especializado en plataformas digitales, agregadores “SaaS” y “marketplaces”, es decir, no son generalistas como lo son en K Fund, y, como dice la responsable de Londres, *“You can be a better expert if you are specialized”* (Novoa, 2020). Esta es una de las grandes diferencias entre los dos fondos. K Fund es neutral en términos de proyectos a los que están dispuesto a analizar, tanto si son “SaaS”, “marketplaces” o “hardware”. Esto implica que como Samaipata recibe un menor número de oportunidades de inversión, diversifica menos su riesgo, lo cual puede afectar a sus retornos de una forma más negativa que a K Fund.

Analizando el proceso de investigación de oportunidades en Samaipata en comparación con K Fund, se pueden observar algunas diferencias. Es cierto que Samaipata también analiza modelos de negocio en un momento de crecimiento previo, como K Fund, pero lo hacen de una manera diferente. En vez de dividir el análisis en cribas, llevan a cabo una serie de ‘sprints’ para analizar la posible inversión. El primer ‘sprint’ se focaliza en las métricas que ha obtenido la ‘start-up’ hasta el momento, dando así la capacidad de hacer predicciones del futuro. Dichas métricas pueden ser, por ejemplo, “KPIs” como el tamaño del mercado, hasta un análisis del crecimiento mediante el LTV/CAC. El ratio de LTV/CAC analiza el valor actual de un cliente y su proyección futura en relación al coste de adquirirlo, lo que supone que, cuanto más alto sea el valor, más estará aportando el cliente y, que si el valor está por debajo de 1, el coste de adquisición es demasiado elevado en comparación con el valor que traen al fondo (Novoa, 2020). En K Fund, las métricas no poseen tanta importancia hasta la cuarta criba cuando se escribe la tesis de inversión, por lo que poner dicho análisis por delante de otros factores puede significar una mayor velocidad a la hora de tomar decisiones, pero también más incertidumbre.

Una vez la ‘start-up’ pasa por el primer filtro, la oportunidad pasa a su segundo ‘sprint’. En este momento, el equipo que ha estado analizando los datos junta todas las dudas que se han generado a lo largo del proceso, desde métricas que no convencen, hasta el historial de los fundadores que pudiese causar problemas en el desarrollo de la empresa a futuro (Novoa, 2020). Al fin y al cabo, el equipo fundador es el que toma las decisiones en todo momento, por lo que asegurarse de que existen buenas sensaciones es clave. Como se ha dicho previamente, las oportunidades de K Fund pasan por una tercera criba de tres entrevistas con los fundadores. Esto ayuda a asegurar que tienen una clara idea de a donde quieren llevar la empresa y que van a estar dispuestos a escuchar ideas de sus inversores. Dicha criba no se lleva cabo de la misma manera en Samaipata, pero sí que se analiza el historial y se hacen preguntas si lo ven necesario, por lo que la conclusión es que los dos ponen el mismo énfasis en analizar el equipo, solo que la manera de hacerlo es diferente.

Una vez tomada la decisión sobre si van a seguir adelante con la inversión, Samaipata lleva a cabo un proceso diferente al de K Fund. K Fund invierte entre 200,000€ y 2M€ dependiendo si es inversor individual y lideran la ronda o si hacen coinversiones con otro fondo de confianza. Mientras que en Samaipata las inversiones en su segundo fondo suelen ser de entre 1M€ y 1.5M€ (500,000€ en el primer fondo) (Novoa, 2020). Es decir, han cambiado la forma en la que invierten con el nuevo fondo mientras que K Fund ha creado la iniciativa de K Founders. La mayor diferencia entre los fondos aquí es que, con la experiencia que tienen, Samaipata suele liderar con un 80% de las rondas y no suele hacer coinversiones porque pierden parte porcentaje del capital y se acaban llevando menos a la hora de la venta o salida a bolsa de la ‘start-up’ (Novoa, 2020). Mientras que a K Fund no le importa coinvertir con un fondo que tenga más experiencia que ellos en el sector ya que les ayudaran a llegar más lejos y conseguir mejores retornos aun teniendo en cuenta que poseen un porcentaje del capital más reducido.

Se puede concluir que una de las mayores diferencias entre los dos fondos es la manera que aplican las cribas. Al centrarse en modelos de negocio más específicos, Samaipata no se ve con la necesidad de aplicar el mismo rigor en términos de numero de cribas como en K Fund, ya que no reciben la misma cantidad de oportunidades. Los ‘sprints’ sirven para gestionar cada oportunidad, aunque lo más probable es que todas las “start-ups” que hayan aplicado para recibir su financiación tengan ocasión de mostrar tanto sus métricas como su desarrollo (Novoa, 2020). Es decir, los ‘sprints’ no sirven para descartar oportunidades, sino para gestionarlas, concluyendo que en Samaipata cada “start-up” se analiza en detalle desde el primer momento mientras que en K Fund el nivel de análisis se incrementa a nivel que las

cribas progresan. Sin embargo, aun observando que hay bastantes diferencias en el proceso de análisis e inversión de oportunidades entre los dos fondos, llegan a decisiones y conclusiones ya que los factores no han sido alterados, solo la forma de trabajar con ellos. De ahí viene el pensamiento de que el Venture Capital es un ecosistema muy complejo en cualquier sector que se esté analizando ya que no hay unas reglas determinadas de como tomar decisiones, creando un binomio de riesgo-rentabilidad justo y equitativo para las dos partes de las operaciones.

7. Conclusiones

A lo largo de este trabajo, se ha podido concluir que el mercado español del emprendimiento está alcanzando poco a poco a sus países colindantes como Inglaterra o Alemania, tanto en financiación disponible como en cantidad de proyectos tecnológicos en desarrollo. En otras palabras, el mercado español ha podido conseguir alcanzar los niveles europeos de inversión sobre el PIB, algo que hace unas décadas no se veía factible. Una de las razones que explica esta situación es la madurez del mercado. A lo largo de los últimos años se ha podido observar un avance tecnológico hacia nuevos productos, donde el crecimiento anual se ha situado por encima del 100%.

El Venture Capital como fuente de financiación para proyectos, es una opción que están tomando muchas “start-ups” debido a los beneficios que tiene cuando se compara con préstamos bancarios o con otras formas de financiación externa. Esto es porque se sabe adaptar a las necesidades de las “start-ups”, es decir, debido a las rondas pre-semilla, semilla, series A, y las demás, los fondos de VC pueden identificar donde es más necesaria la ayuda para desarrollar los proyectos, algo que no se suele ver cuando se recibe otros métodos de financiación. Es esta adaptación al cliente y conocimiento del mercado que hacen que el VC se encuentre el pleno crecimiento.

El mercado del VC es muy amplio, significando que es difícil encontrar fondos que operen en todas sus fases, desde las rondas de pre-semilla, hasta rondas más avanzadas como las series C. Debido a esto, se ha podido observar que la competencia entre varios fondos no tiene por qué ser destructiva, sino que puede llegar a ser constructiva a la hora de coinvertir. Fondos que no lleven a cabo sus inversiones en las mismas fases, como pueden ser Samaipata y Axon, pueden llegar a coinvertir para cubrir más rondas y dar más apoyo a la “start-up” en todo su proceso. Esto ayuda a tener una mayor base de experiencia, aumentando la probabilidad de éxito. Se debe tener en cuenta que, aunque varios fondos puedan coinvertir cuando no se especializan en las mismas rondas, las coinversiones también dependen de los enfoques de cada uno de ellos. Dichos enfoques, que son los modelos de negocio con los que trabajan (“SaaS”, “Marketplace”, “edtech”, etc.), se tienen que compartir para que se puedan llevar a cabo inversiones. Como se ha podido analizar, hay bastantes fondos que comparten enfoques, significando que existe una alta probabilidad de coinversión, generando prosperidad en el ecosistema del VC.

Para ayudar a aquellas “start-ups” en desarrollo de su modelo de negocio, existen fondos de inversión como K Fund, que lo largo de su historia, ha sabido adaptarse al entorno en el que opera para asegurarse que consigue negocios en los que invertir y acompañar. Uno de los factores en su modelo de negocio como fondo es la idea de ser neutrales a la hora de analizar oportunidades de inversión, es decir, de no rechazar ninguna “start-up” solo por estar en un sector específico. Otros fondos españoles como Samaipata o JME Ventures no comparten el mismo pensamiento de K Fund, ya que se especializan en menos modelos de negocio. Por una parte, puede significar una especialización en dichos modelos, pero también están expuestos a un riesgo más alto ya que no diversifican tanto sus operaciones y cualquier externalidad que afecte a sus mercados puede resultar en cambios drásticos.

Mientras que, para diversificar sus riesgos y tomar decisiones bien sustentadas, K Fund tiene un largo proceso de cribas para cada oportunidad. Dicho proceso es el que les diferencia de otros fondos de inversión en el mercado, ya que han creado un proceso extenso y detallado que no todos los fondos siguen. Una de las cribas más significativas es la de las entrevistas con los emprendedores. Esta sección del proceso no solo les ayuda a entender quién está detrás de la propuesta de valor, sino que, gracias a la última entrevista, también pueden entender el carácter del fundador, sus ambiciones en la vida y su nivel de interés por el negocio. Por otra parte, a la hora de redactar la tesis de inversión, K Fund considera una gran variedad de métricas, tanto las de tracción, como las de compromiso y liquidez. Todas estas métricas ayudan a que el comité de inversión tenga una idea clara sobre si invertir o no en una “start-up”, algo que otros fondos no le dedican la misma cantidad de tiempo.

Por lo que se puede concluir que su tasa de inversión del 1.26% se percibe como un factor positivo ya que explica la cantidad de análisis que se ha hecho para garantizar que se invierte solo en las mejores “start-ups”, lo cual asegura tanto su reputación como los retornos de los LPs y GPs a largo plazo.

8. Referencias

Alfonso, C., 2020. Qué Es Venture Capital — Samaipata. [online] Samaipata. Disponible en: <<https://samaipata.vc/que-es-venture-capital>> [Accedido el 7 diciembre 2020].

ArkAngeles, 2019. *Pros Y Contras De Las Notas Convertibles*. [online] Medium. Disponible en: <<https://medium.com/arkangeles-co/pros-y-contras-de-las-notas-convertibles-bc51f72368c>> [Accedido el 30 diciembre 2020].

Arrola, I., 2017. *¿Se Debe Ir A Una Aceleradora O A Una Incubadora? La Visión De Un Venture Capital*. [online] Medium. Disponible en: <<https://blog.kfund.vc/se-debe-ir-a-una-aceleradora-o-a-una-incubadora-una-visi%C3%B3n-de-un-venture-capital-9addf91e8512>> [Accedido 26 enero 2021].

Arrola, I., 2020. About. [online] Kfund.vc. Disponible en: <<https://www.kfund.vc/about>> [Accedido el 7 diciembre 2020].

Arrola, I., Goulet, N. y Peña, A., 2017. *Podkast—Episodio 13—K Fund, Kibo Y Adara Hablan Sobre El Mercado Español De Startups*. [online] Medium. Disponible en: <<https://blog.kfund.vc/podkast-episodio-13-k-fund-kibo-y-adara-hablan-sobre-el-mercado-esp%C3%B1ol-de-startups-b13647ca6064>> [Accedido el 30 diciembre 2020].

Banco de España, 2020. *EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA FINANCIACIÓN Y DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO. SEGUNDO SEMESTRE DE 2019*. Boletín Económico. Banco de España, pp.3-4.

Barco, J., 2018. *Qué Son Las Notas Convertibles Y Por Qué Son Claves Para Financiar Tu Startup*. [online] Entrepreneur. Disponible en: <<https://www.entrepreneur.com/article/311708>> [Accedido el 30 diciembre 2020].

Bayón, Á., 2019. *Samaipata Prepara Un Fondo De ‘Venture Capital’ europeo De 100 Millones*. [online] Cinco Días. Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/03/01/companias/1551463932_811728.html> [Accedido el 8 diciembre 2020].

BlackRock. 2020. Global Website Directory | Blackrock & Ishares. [online] Disponible en: <<https://www.blackrock.com/corporate/global-directory>> [Accedido el 7 diciembre 2020].

Blog - The Crowd Angel. 2018. *Ciclo De Financiación De Las Startups: Así Funciona*. [online] Disponible en: <<http://blog.thecrowdangel.com/blog/ciclo-de-financiacion-de-las-startups/>> [Accedido 26 enero 2021].

Clement, M., 2016. *Mucho por crecer: tecnología y España en la primera mitad de 2016*. [online] Medium. Disponible en: <<https://medium.com/@Kfund/mucho-por-crecer-tecnolog%C3%ADa-y-esp%C3%A1a-en-la-primera-mitad-de-2016-6e0f7c5dfd71>> [Accedido 7 febrero 2021].

Cousiño, Y., 2017. *¿Qué Tipos De Rondas De Financiación Hay? | Start UC3M*. [online] Start UC3M. Disponible en: <<https://startuc3m.com/como-funcionan-las-rondas-de-financiacion/>> [Accedido 26 enero 2021].

Duran, F., 2020. *Lanzadera De Juan Roig Es Posiblemente La Mejor Incubadora De Startups De España*. [online] ELMUNDO. Disponible en: <<https://www.elmundo.es/economia/actualidad-economica/2020/09/15/5f5f4e6e21efa0877b8b458b.html>> [Accedido 26 enero 2021].

Golan, P., 2014. *¿Qué Es Una Startup? Su Importancia Y Características*. [online] Shopify. Disponible en: <<https://es.shopify.com/blog/14934065-hablemos-sobre-startups-que-son-sus-caracteristicas-e-importancia>> [Accedido el 7 diciembre 2020].

Gonzalez, M., 2020. *El Venture Capital español capta más de 1.000 millones de euros en 2020*. [online] El Referente. Disponible en: <[https://elreferente.es/venture-capital/el-venture-capital-espanol-capta-mas-de-1-000-millones-de-euros-en-2020-para-invertir-en-startups/#:~:text=Axon%20Partners%20\(150M%E2%82%AC\)%2C,el%20cierre%20de%20nuevos%20fondos](https://elreferente.es/venture-capital/el-venture-capital-espanol-capta-mas-de-1-000-millones-de-euros-en-2020-para-invertir-en-startups/#:~:text=Axon%20Partners%20(150M%E2%82%AC)%2C,el%20cierre%20de%20nuevos%20fondos)> [Accedido 7 febrero 2021].

Huete, J., 2020. *Aceleradoras E Incubadoras En España: El Refugio Más Seguro De Las Startups En La Tormenta Del Coronavirus - Innovación En Español*. [online] innovaspain. Disponible en: <<https://www.innovaspain.com/aceleradoras-incubadoras-espana-startups-pandemia-emprendedores/>> [Accedido 26 enero 2021].

Jeong, J., Kim, J., Son, H. and Nam, D., 2020. *The Role Of Venture Capital Investment In Startups' Sustainable Growth And Performance: Focusing On Absorptive Capacity And Venture Capitalists' Reputation*. [ebook] MDPI, pp.1-5. Disponible en: <<https://www.mdpi.com/journal/sustainability>> [Accedido 26 enero 2021].

La Vanguardia, 2020. Economía.- El volumen de inversión del capital riesgo en España batió un nuevo récord en 2019 con más de 8.500 millones. [online] La Vanguardia. Disponible en: <<https://www.lavanguardia.com/vida/20200116/472920785053/economia--el-volumen-de-inversion-del-capital-riesgo-en-espana-batio-un-nuevo-record-en-2019-con-mas-de-8500-millones.html>> [Accedido el 26 marzo 2021].

Lewin, A., 2020. *There'S A New Dark Kitchen Startup On The Block | Sifted*. [online] Sifted. Disponible en: <<https://sifted.eu/articles/curb-raises-e3-2m-to-grow-its-dark-kitchen-business/>> [Accedido el 30 diciembre 2020].

Novoa, J., 2015. *Venture Capital in Spain in Q1 2015*. [online] Novobrief. Disponible en: <<https://novobrief.com/venture-capital-spain-q1-2015/2742/>> [Accedido 7 febrero 2021].

Novoa, J., 2018. *Bringing Transparency To Our Dealflow Process And Investment Decisions*. [online] Medium. Disponible en: <<https://blog.kfund.vc/bringing-transparency-to-our-dealflow-process-and-investment-decisions-d75eea3940df>> [Accedido el 30 diciembre 2020].

Novoa, J., 2020. *Investing in Marketplaces And Digital Platforms With Samaipata*. [online] Medium. Disponible en: <<https://blog.kfund.vc/podcast-ep-90-investing-in-marketplaces-and-digital-platforms-with-samaipata-cc3bfc09a5b3>> [Accedido 8 diciembre 2020].

Peña, A., Gutiérrez, E., Fernández, A. and Zalba, P., 2020. *Next Generation EU: Impacto En El Capital Privado*.

Puri, M. and Zarutskie, R., 2012. *On The Life Cycle Dynamics Of Venture-Capital And Non-Venture-Capital-Financed Firms*. [ebook] Wiley, pp.2247-2250. Disponible en: <<https://www-jstor-org.ezproxy.lancs.ac.uk/stable/pdf/23324373.pdf?refreqid=excelsior%3A0fbd4fb17d594c26a657a82f374b21ed>> [Accedido 26 enero 2021].

Rohrer, C., 2014. *Inversión En Startups: Las Notas Convertibles Y Por Qué Todos Debemos Conocerlas Y Usarlas*. [online] Mba.americaeconomia.com. Disponible en: <<https://mba.americaeconomia.com/articulos/reportajes/inversion-en-startups-las-notas-convertibles-y-por-que-todos-debemos-conocerlas>> [Accedido el 30 diciembre 2020].

Sekulits, C., 2018. *Como Financiar El Arranque De Su Negocio - EXPANSION*. [online] EXPANSION. Disponible en:

<<https://www.expansion.com/pymes/2018/01/08/5a4f61c5e5fdea93388b45c0.html>>

[Accedido el 26 enero 2021].

Startupeable, 2020. *Venture Capital España: Mapa del Ecosistema (2020) | Startupeable*. [online] Startupeable. Disponible en: <<https://startupeable.com/ecosistema/venture-capital-espana/#:~:text=En%20el%202019%2C%20invertieron%2079,volumen%20de%20inversiones%20en%20startups>> [Accedido 7 febrero 2021].

Thomas, D., 2015. *Bio*. [online] Paulgraham.com. Disponible en: <<http://paulgraham.com/bio.html>> [Accedido el 30 diciembre 2020].

Velasco, J., 2020. *Financiación FFF (3F) En Startups: Gestionando A Friends, Family And Fools*. [online] Los Habitantes de Kewlona. Disponible en: <<https://www.kewlona.es/2020/05/fff-o-3f-friends-family-and-fools/>> [Accedido 26 enero 2021].

Ventura, P. y Arrola, I., 2019. *Podkast—Ep.78—Cómo Funciona K Fund (Y Un Fondo De VC)*. [online] Medium. Disponible en: <<https://blog.kfund.vc/podkast-ep-78-c%C3%B3mo-funciona-k-fund-y-un-fondo-de-vc-321145451587>> [Accedido el 30 diciembre 2020].

Ventura, P., 2016. *Nuestros Criterios De Inversión*. [online] Medium. Disponible en: <<https://medium.com/@Kfund/nuestros-criterios-de-inversi%C3%B3n-d2cfd3e050#90zezb1hu>> [Accedido el 30 diciembre 2020].

Ventura, P., 2017. *Lo Que Le Faltaba Saber A Tu Abuela Sobre Las Notas Convertibles*. [online] Medium. Disponible en: <<https://blog.kfund.vc/lo-que-le-faltaba-saber-a-tu-abuela-sobre-las-notas-convertibles-b20ea7509ec5>> [Accedido el 30 diciembre 2020].

Ventura, P., 2017. *Todo Lo Que Necesita Saber Tu Abuela Sobre Notas Convertibles*. [online] Medium. Disponible en: <<https://blog.kfund.vc/todo-lo-que-necesita-saber-tu-abuela-sobre-notas-convertibles-3d18ee464b08>> [Accedido el 30 diciembre 2020].

Ventura, P., 2019. *Podkast—Ep.78—Cómo Funciona K Fund (Y Un Fondo De VC)*. [online] Medium. Disponible en: <<https://blog.kfund.vc/podkast-ep-78-c%C3%B3mo-funciona-k-fund-y-un-fondo-de-vc-321145451587>> [Accedido el 12 diciembre 2020].

Ventura, P., 2020. *Como Funciona K Fund*.

Ventura, P., 2015. *The Spanish VC industry: from oligarchy to democracy in five years*. [online] Medium. Disponible en: <https://medium.com/@pablo_ventura/the-spanish-vc-

industry-from-oligarchy-to-democracy-in-five-years-f90163b0936> [Accedido el 26 marzo 2021].