



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ANÁLISIS COMPARATIVO ENTRE LA BURBUJA DOTCOM Y LA BURBUJA 2.0 A TRAVÉS DEL PAPEL DEL VENTURE CAPITAL EN LA NUEVA ECONOMÍA

Autor: Fernando Asenjo Tejedor
Director: Alberto Colino Fernández

Madrid
Junio
2012

Fernando
Asenjo
Tejedor

**ANÁLISIS COMPARATIVO ENTRE LA BURBUJA DOTCOM Y LA BURBUJA 2.0
A TRAVÉS DEL PAPEL DEL VENTURE CAPITAL EN LA NUEVE ECONOMÍA**



ÍNDICE

- 1. Introducción**
- 2. Marco Teórico**
 - 2.1 Historia 1945-2000**
 - 2.2 Burbuja Tecnológica**
 - 2.3 Después de la Burbuja 2000-2015**
 - 2.4 Futuro**
 - 2,5 Firmas Venture Capital más importantes**
- 3. Características de la financiación en el Venture Capital**
 - 3.1 Criterios de financiación**
 - 3.2 Fuentes de financiación**
 - 3.3 Tipos de inversión según etapa**
 - 3.4 Tipos de inversores**
- 4. Evolución del Venture Capital en España**
- 5. Análisis burbuja 2.0**
 - 5.1 Inversión no constructiva**
 - 5.2 Desmesurado valor especulativo**
 - 5.3 Análisis técnico NASDAQ**
 - 5.4 A favor o en contra**
- 6. Conclusión**
- 7. Bibliografía**

ANÁLISIS COMPARATIVO ENTRE LA BURBUJA DOTCOM Y LA BURBUJA 2.0 A TRAVÉS DEL PAPEL DEL VENTURE CAPITAL EN LA NUEVA ECONOMÍA

RESUMEN: Se pretende analizar, desde un actor interno del ecosistema de la nueva economía, el proceso de formación de lo que podría ser una nueva burbuja tecnológica. Ese actor interno es la industria del Venture Capital que además estuvo inmersa en la burbuja de las dot.com. Destaca por ser una industria: joven, en comparación con la del Automovilismo o Textil, flexible al cambio, por su naturaleza de estar ligada a la innovación, riesgos altos y grandes rentabilidades, y todo ello al igual que la naturaleza de la tecnología, con un rapidez inaudita.

ABSTRACT: *We sought to analyze, from a domestic player in the ecosystem of the new economy, the formation of what could be a new technology bubble. That internal actor is the Venture Capital industry that was also immersed in the dot.com bubble 15 years ago. Stands out as an industry: young, compared with Automotive or Textile Industry, flexible to change, by nature of being linked to innovation, high stakes and big payoffs, and all this just as the nature of the technology, one unprecedented speed never seen before.*

PALABRAS CLAVES: Venture Capital, Industria, Oferta pública de venta, Start-up, Tecnología, NASDAQ, Crowdfunding, Capital Riesgo, Nueva Economía, Business Angel, "Seed", Innovación, Burbuja, Especulación.

ACRÓNIMOS: millones (M), euros (€), mil millones (MM), Oferta Pública de Venta (OPV).

1. INTRODUCCIÓN

Con este trabajo pretendo analizar cómo la industria del Venture Capital que pertenece al tipo de capital riesgo, ha contribuido notablemente a la creación de lo que hoy en día se concibe como la nueva economía¹.

Una economía que nada tiene que ver con los parquets de Chicago pero que sin embargo ha hecho que el valor de las compañías no tenga techo y que la tendencia de los últimos años está generando muchas dudas de viabilidad, en parte porque en lo desconocido se aferra el miedo y no se tienen referencias de etapas similares anteriores.

La estructura de un Venture Capital es relativamente compleja, no son fondos que deciden invertir en compañías atractivas, sino que atienden a un patrón de exclusividad y particularidad desde la gestión hasta la forma de invertir. Por ello he realizado un estudio profundo para conocer qué hay detrás de estas firmas que han alcanzado un gran interés en los últimos tiempos.

Respecto a la relevancia de la industria he concluido que era demostrable mediante un estudio de un mercado doméstico que presente la característica de gran crecimiento en los últimos tres años, por ello voy a adentrarme en la industria del Venture Capital en España, que se encuentra en una súper tendencia al alza con datos realmente destacables.

Pero sin duda el gran objetivo de este trabajo es que una vez sabido cómo funcionan los Venture Capital y su nivel de influencia, podamos entender por qué hay detractores y defensores de la teoría acerca de si estamos ante una nueva burbuja tecnológica.

Al final es una industria que ha crecido con el desarrollo de las nuevas tecnologías y analizar su etapas es analizar también la evolución del sector que más poder social y

¹ Nueva Economía (ing. New Economy): "The term "New Economy" describes aspects or sectors of an economy that are producing or intensely using innovative or new technologies. This relatively new concept applies particularly to industries where people depend more and more on computers, telecommunications and the Internet to produce, sell and distribute goods and services." (OECD, 2004)

bursátil tiene de todos. Un sector que ha cambiado el mundo haciéndolo más flexible y global.

Analizar e investigar sobre el Venture Capital es acudir a la fuente de financiación, que ha sido la base donde se inició todo, para empresas como Google, Youtube, Facebook y demás gigantes tecnológicos. Te permite comprender porque hemos llegado hasta aquí, y que si alguien te formula la pregunta sobre por qué Apple es la empresa más valiosa del mundo y Google la segunda, seamos capaces de dar una respuesta con argumentos sólidos.

El ecosistema del Venture Capital es sin duda el tema actual del momento junto a los Bancos Centrales y sus políticas monetarias expansivas Keynesianas. Hay una clara corriente innovadora en todos los sectores, motivada por el inicio de una carrera de las empresas por modernizarse y adaptarse al entorno de esta nueva economía. La creación de empresas con la moda de las startups no es más que una herramienta automatizada del sistema para enseñar al viejo mundo cómo hacer las cosas en el nuevo.

La capacidad que tiene la industria de mover y producir tales magnitudes de capitales es digno de análisis. Mientras que tras la crisis financiera del 2008 los bancos y demás actores tradicionales sufrían para mantenerse, estas compañías consiguieron disminuir el impacto negativo de la depresión en sus balances y ganando poder hasta convertirse en el principal motor de impulso económico durante la crisis y tras ella.

Grandes rentabilidades, grandes "pelotazos" tecnológicos y sobre todo una vida de riquezas monetarias son el mayor de los reclamos para intentar formar parte de esta industria. Esto es Silicon Valley, el paraíso creado por los inventos tecnológicos, donde toda moralidad queda apartada una vez que estás dentro. Dónde el respeto se granjea en función de tu capacidad de hacer dinero gracias a tu grado de creatividad. Una corriente que está impregnando todo lo que tenga que ver con innovación tecnológica, provocando que en el resto del mundo sea cada vez mayor el número de jóvenes que deciden atreverse y crear su propia empresa.

Los dos pilares básicos en la realización de este trabajo han sido la investigación y análisis profundo de la información tratada en las diversas fuentes consultadas. El disponer de una gran cantidad y variedad de datos me ha permitido llevar a cabo un trabajo rico en contenidos. Estos siempre están relacionados con la evolución creciente de la industria del Venture Capital y sus implicaciones en el ecosistema.

Primero abordaremos la temática más histórica y teórica de la industria, para dejar paso a las tendencias actuales y futuras que terminarán con el análisis comparativo entre el año 2000 y este año 2015. Es la estructura más adecuada si se quiere comprender el negocio actual del Venture Capital, primero poniéndolo en situación, después analizándolo y finalmente previendo su actividad en el medio/largo plazo.

2. MARCO TEÓRICO

1.Historia 1946- 2000

Los emprendedores siempre han necesitado financiación para llevar a cabo sus proyectos ante la falta de capacidad financiera de una gran mayoría de ellos. Algunos usaban métodos de financiación basados en la deuda como por ejemplo los préstamos bancarios. Sin embargo las start-up que se caracterizan por poseer escasez de activos tangibles, primeros años de ingresos negativos y perspectivas dudosas, se han visto obligadas a buscar una nueva forma de financiación. Este nuevo método se le conoce como Venture Capital, que cubre este alto riesgo financiero esperando obtener un elevado retorno por la inversión.

Es una industria joven, apenas tiene 69 años de vida, pero realmente asentada que mueve 150MM€.

1946-1970

La primera compañía de Venture Capital no aparece hasta justo después de la Segunda Guerra Mundial, cuando en 1946 el presidente del MIT Karl Compton junto con Georges F.Doriot (profesor de Harvard Business School) y otros empresarios de renombre en Boston vieron como comercializar la tecnología desarrollada en la Segunda Guerra

Mundial., creando la American Research and Development (ARD). El éxito de la inversión vino por el aumento de valor de su inversión que paso de 70,000 dólares a 355 millones de dólares (35,5M€)

Lo destacable de esta compañía es que adquirió la forma de un fondo privado cerrado que cotizaba en bolsa (las acciones se debían vender a otros inversores en vez de a la empresa emisora) por lo que los inversores institucionales eran reacios a llevar a cabo inversiones.

El primer Venture Capital de responsabilidad limitada fue Draper Gaither & Anderson en 1958. Aunque estas representaban una minoría del total de compañías de Venture Capital creadas entre los años 1960-1970 que tenían unos flujos anuales de capital que apenas excedían de unos cientos de millones.

1970-1980

Este periodo fue sin duda el inicio de la modernización de la industria y del incesante proceso de evolución que ha llegado hasta nuestros días. El aumento de flujo de capitales en esta industria hizo que un mayor número de organismos abogaran por la revisión de la legalidad que regulaba esta industria. El actor principal del momento fueron los fondos de pensiones, a los cuales la ley federal americana "Employee Retirement Income Security Act (ERISA)" (Corporation, 2007) impedía la inversión en los Venture Capital por el elevado tipo de riesgo de la operación. Fue entonces cuando en 1979 se modifica la norma "prudent man" (Corporation, 2007) que permitía a los Fondos de Pensiones comenzar a trasladar sus recursos de capital a la industria llegando a representar el 15% de la totalidad. En el año siguiente ya representaba más de la mitad.

1980-1990

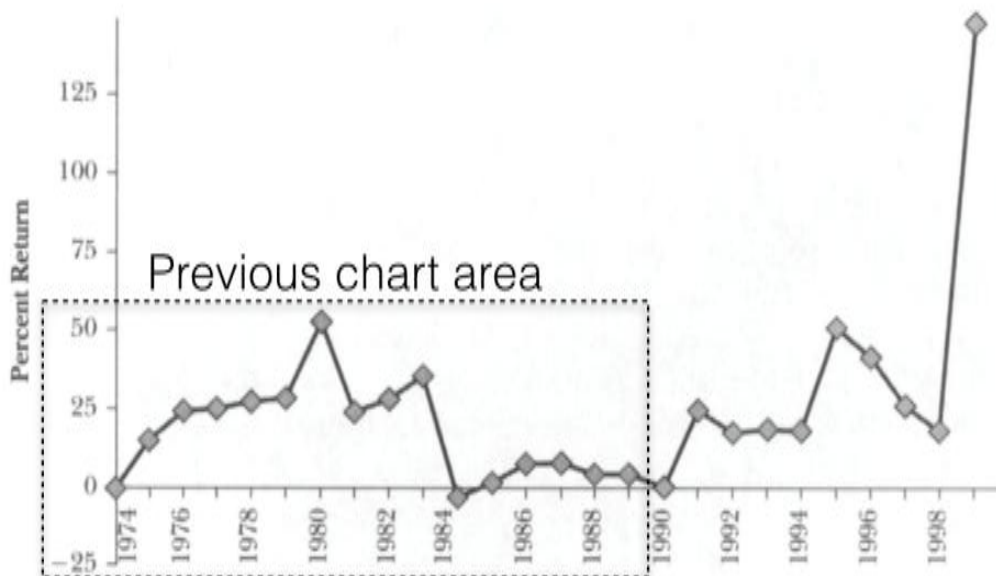
En 1980 aparece la figura de los asesores de inversión que eran contratados por los Fondos de Pensiones para llevar un análisis más profundo y efectivo del mercado en esta industria. Marco un punto de inflexión en la competencia puesto que en el periodo anterior la inversión era simple, el Fondo invertía directamente en el Venture Capital, puesto que apenas era relevante para su cartera de inversión y se destinaban pocos recursos a analizar estas inversiones. Fue entonces cuando comenzó el aumento de

volúmenes de flujo de capitales en la industria. A partir de 1980 comenzó un proceso de aliviar las restricciones legales en la industria y se dio mayor libertad de operación en sus mercados con la llegada de las Ofertas Públicas de Venta (OPV²).

Fue 1986 el año más de la industria puesto que los fondos institucionales controlaban 2M€, que significaba el 12% del fondo común de los Venture Capital. En 1987 se vivió un crash bursátil, el famoso lunes negro (Reserve, 2013), que colapsó los mercados globales arrastrando consigo la industria de los Venture Capital ocasionando el colapso de un gran número de OPV.

Al final de este periodo la industria se saturó, había 3.327 compañías de Venture Capital con un exceso de inversiones en determinados sectores pocos ambiciosos e innovadores y con una entrada de firmas de Venture Capital poco competentes. Ante este descenso de rentabilidad los inversores disminuyeron su oferta de capital a la industria.

Average Annual Rate of Return that Investors in U.S. Venture Capital Funds Received



Fuente: (Gompers & Lerner, 2004) Información: El retorno es neto.

1990- 2000

² OPV o IPO en inglés (Initial Public Offering): "The first sale of stock by a private company to the public. IPOs are often issued by smaller, younger companies seeking the capital to expand, but can also be done by large privately owned companies looking to become publicly traded" (Investopedia)

En los años 90 la recuperación de la industria era evidente y se había vuelto al patrón de inversión basado en un elevado riesgo para obtener grandes beneficios. El aumento de fondos recaudados por esta industria trajo consigo la subida de precios y la distribución de acciones sobrevaloradas. Esto supuso la aparición de especulación de los Venture Capital en sus inversiones en startups³, que culminó con el fracaso de las empresas puntocom por abrirse paso en los mercados ya que no se logró aumentar el ratio Beneficio por acción que era esencial para la rentabilidad de estas inversiones. La consecuencia de este hecho trae consigo la Burbuja Tecnológica de las Puntocom.

2.2 BURBUJA DE LAS PUNTOCOM (BBC, 2010) (Times, 2000)

La burbuja de las puntocom o la burbuja tecnológica fue causada por una excesiva especulación en el precio de las acciones de empresas de internet, llamadas en aquella época dotcom⁴.

Poco después de la caída de las bolsas en el año 1987, las bolsas mundiales volvieron a su anterior tendencia alcista, liderada por la subida de las acciones relacionadas con la tecnología que cotizaban en la bolsa de valores NASDAQ⁵, creada para las empresas tecnológicas.

A comienzos de 1990, los ordenadores personales eran cada vez más común, tanto para uso comercial y personal, con precios razonables y más fáciles de utilizar.

³ Start-up o Startup: " A company that is in the first stage of its operations. These companies are often initially bank rolled by their entrepreneurial founders as they attempt to capitalize on developing a product or service for which they believe there is a demand. Due to limited revenue or high costs, most of these small scale operations are not sustainable in the long term without additional funding from venture capitalists" (Investopedia).

⁴ Las empresas Dotcom o Puntocom: " el término relaciona una empresa con un dominio de Internet .com, que es utilizado sobre todo por empresas comerciales. La mayoría de los negocios de estas empresas son realizados a través de Internet." (Economipedia, 2013)

⁵ NASDAQ: " The first electronic stock market listing over 5000 companies. The Nasdaq stock market comprises two separate markets, namely the Nasdaq National Market, which trades large, active securities and the Nasdaq Small cap Market that trades emerging growth companies." (Stock Market)

Los ordenadores personales se habían convertido en una herramienta de trabajo muy útil que aumentó la productividad de los usuarios y el trabajador de forma significativa. Fueron surgiendo aplicaciones informáticas que ofrecían al usuario la posibilidad de atender un mayor número de tareas desde la contabilidad a la elaboración de informes. Además este soporte informático fue diversificando su uso y comenzó a competir con la industria del entretenimiento como el de la TV, destacamos el sistema operativo Microsoft cuyo software fue sin duda el activo intangible más rentable en este periodo.

Durante la década de 1990, la industria de los PCs se caracterizó por la carrera de empresas como Apple y Microsoft por el desarrollo de software del ordenador, en lugar del diseño y fabricación del Hardware. La razón es sencilla; los márgenes de beneficio obtenidos con el software eran mucho mayores que con la mejora del Hardware. Las compañías de software obtenían ganancias a través de la venta de sus licencias de uso de este producto que era fuente de diferenciación respecto a los otros. Por el contrario el hardware era un producto homogéneo donde obtienes ventaja competitiva y diferenciarte en el precio. Es por ello que empresas asiáticas, con sus bajos costes de fabricación, producen prácticamente todos los componentes de hardware del ordenador en esta década de 1990. El software, sin embargo, fue protegido como propiedad intelectual de las patentes, lo que creó una fuerte barrera de entrada muy beneficiosa para los actores de la industria

El crecimiento del número de empresas de software era muy intenso a lo largo de la década de 1990. El entusiasmo sobre el negocio del software llevó a la creación de muchas nuevas empresas de software pequeñas por universitarios que esperaban convertirse en "el próximo Microsoft".

Inicio de la burbuja

Estas compañías de software atrajeron la atención de los Venture Capital puesto que eran inversiones arriesgadas pero con altos beneficios futuros esperados. En este punto, las startups comenzaron a pagar a sus empleados con acciones de la empresa puesto que la intención era llegar a salir a Bolsa y ver este valor accionarial maximizado. La mayoría de las compañías de software que se iniciaron durante esta época se encuentra en Silicon Valley, cerca de San Francisco, que se convirtió en la Meca de las empresas tecnológicas.

A mediados de la década de 1990, el índice Nasdaq de los valores tecnológicos fue aumentando a un ritmo muy rápido, haciendo que muchos inversores en este sector perdieran los estribos ante el deseo de ser rico de forma arriesgada pero en muy poco tiempo.

Las causas:

1- Evolución de Internet

A mediados de la década de 1990, Internet evolucionó como una forma para que las personas se comunican a través de correo electrónico, utilizan las salas de chat y navegar por sitios web. Para 1994, Internet se hizo público a gran escala y surgieron empresas como Yahoo, Ebay, Amazon. Con el boom de internet la industria siguió su tendencia alcista, con acciones que no paraban de aumentar de valor y convirtiendo a todos aquellos inmersos en este sector en

Había un clima de estar ante una nueva economía dónde no había inflación ni recesiones, es por ello que era conocido diferenciar el sector tecnológico como esta nueva economía en detrimento de la vieja economía con el resto de sectores (Droke, 2000)

2- Exceso especulación

En el periodo comprendido entre 1995 al año 2000 el índice de valores tecnológicos NASDAQ paso de los 600 puntos a los 5,000 puntos, subió un 24% desde finales de 1999 mientras que el índice industrial Dow Jones (DJ⁶) había caído un 13%. Las empresas puntocom eran el motor de este índice con desmesuradas capitalizaciones bursátiles, precio por acción muy alejado de la realidad y empresas con planes de negocios poco viables. Ejemplos como Pets.com o Boo.com fueron el espejo de lo sucedido con un gran número de compañías tecnológicas.

En el pico de la burbuja de las puntocom en 1999, se dijo que cada 60 segundos en Silicon Valley surgía un nuevo millonario.

Estallido de la burbuja

⁶ Dow Jones: " El Dow Jones Industrial Average es el índice bursátil de referencia de la bolsa de valores de Nueva York. Este índice refleja la evolución de las 30 empresas industriales con mayor capitalización bursátil que cotizan en este mercado." (Expansión, 2014)

El rédito del Nasdaq a comienzos del año 2000 se situaba en un 85.6%, a finales de ese mismo año pasó a ser un -39.3%. La verdadera realidad de la industria abrió sus puertas y con ella se desplomó la capitalización del Nasdaq. Los inversores tomaron conciencia de que esta "nueva economía" no era más que una burbuja especulativa y en cuestión de meses comenzó una de las caídas más espectaculares que se haya vivido en los parquets financieros.

El Nasdaq cerró el 10 de marzo del 2000 con más de 5,000 puntos básicos marcando un hito en la corta vida de este índice. Poco después se desplomó en más del 250%, tocando fondo en Octubre de 2002 con una bajada acumulada del 75% tocando fondo en los 1,108.49 puntos.

Consecuencias

Las consecuencias de lo ocurrido dejaron a un país afectado que comenzó por buscar a los culpables de lo ocurrido saliendo a la luz numerosos escándalos (Techrepublic, 2010) contables de empresas tecnológicas que habían inflado sus ingresos para aumentar su cotización.

Un gran número de personas perdieron sus trabajos, la tasa de paro (Statista, 2015) pasó del 5,8% en 1990 al 3,9% en el año 2000, además de perder lo invertido en esta burbuja tecnológica. La reserva Federal (FED) intervino con una bajada de los tipos de interés (Federal Reserve Bank, 2002) en varias ocasiones para detener por completo el desplome del NASDAQ.

En la actualidad el NASDAQ está dominado por los gigantes de la tecnología como Apple INC., Google Inc. y Facebook Inc. Sin embargo es un índice más diversificado pues que este sector tecnológico representa el 43% del mismo, muy por debajo de los 65% en el año 2000. El sector de las telecomunicaciones ha vivido también un ajuste pasando del 12% hace quince años al escaso 1% de representación en el índice actual.

2.3 DESPUÉS DE LA BURBUJA_(SVB Capital, 2011)

2000-2003

El rendimiento de un gran número de fondos en estos años es un factor clave detrás de la industria con un rédito negativo de diez años. Los inversores de Venture Capital se encontraban en un proceso de recuperar el equilibrio perdido en la industria tras la burbuja del 2000 con la recuperación de carteras dañadas ante la temprana e inesperada amortización de las mismas y el cambio de la idea sobre invertir en operaciones de tan elevado riesgo. La industria del Venture Capital fue sobrecapitalizada con recaudaciones de fondos sin precedentes para un exceso de número de empresas. Esta sobre capitalización de la industria condujo un ritmo rápido de inversión y un aumento repentino en el número de empresas activas en el mercado. el problema derivó de la baja calidad de las nuevas inversiones que provocó cancelaciones y aproximadamente el 40% de las empresas que recibieron financiación entre el 2000-2003 quebraron dentro de los tres años siguientes, datos muy altos si los comparamos con el 9% entre los años 2004-2007. En cambio las escasas empresas que limitaron la necesidad de financiación exterior tras la crisis lograron seguir creciendo y aumentando sus ingresos periodos más actuales

2004-2007

A comienzos de este periodo la recaudación de fondos incrementó significativamente tras tocar fondo en el 2003. Las empresas de Venture Capital que sobrevivieron a la crisis tras un periodo de buscar el equilibrio se lanzaron a buscar nuevas inversiones gracias a la experiencia y las lecciones aprendidas sobre la industria a lo largo de años anteriores. El Venture Capital destinó estos fondos recaudados a inversiones en primeras etapas de crecimiento con una tendencia alcista futura que podrían renovar la tecnología formando parte del proceso de cambio. Estamos hablando del software como servicio, redes sociales, mejora del almacenamiento empresarial y en servicios innovadores como el e-commerce⁷. Aunque la crisis del 2008 afectó a muchas carteras de inversión que provocó que estas empresas tuvieran que recortar gastos, tener dificultad de crédito y un sentimiento de mercado pesimista. No era muy alentador la

⁷ e-commerce o comercio electrónico: " A type of business model, or segment of a larger business model, that enables a firm or individual to conduct business over an electronic network, typically the internet. Electronic commerce operates in all four of the major market segments: business to business, business to consumer, consumer to consumer and consumer to business. It can be thought of as a more advanced form of mail-order purchasing through a catalog." (Investopedia)

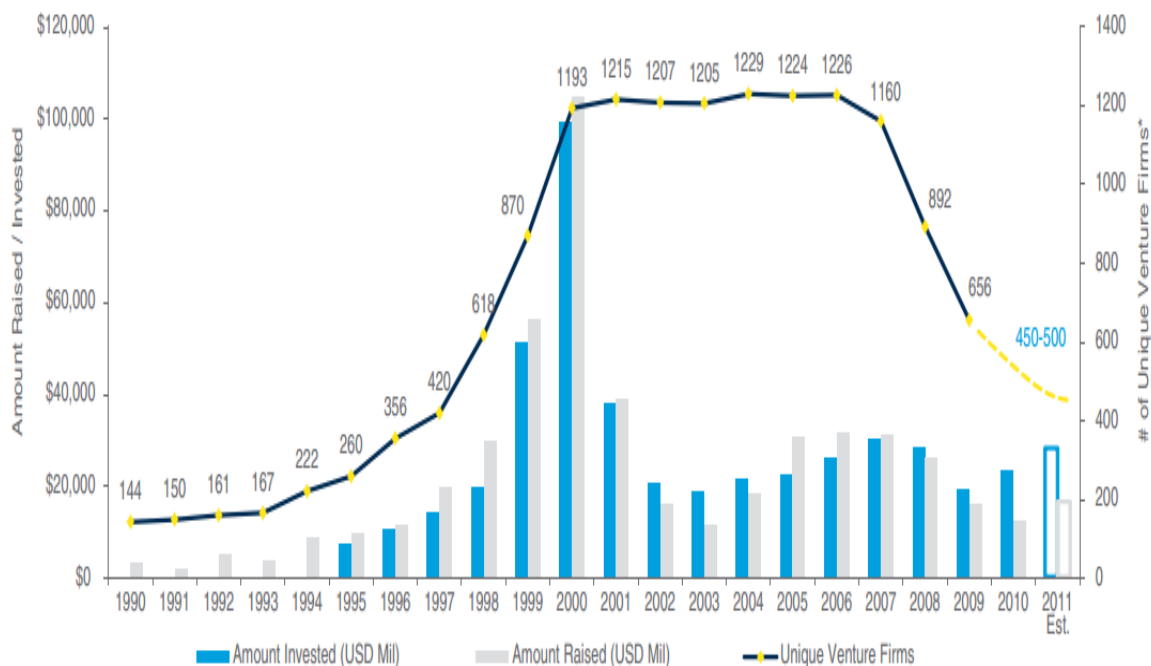
situación de los Venture Capital de nuevo tras la salida de la crisis apenas años antes, sin embargo respondieron de forma proactiva a la crisis. Aunque disminuyeron el número de inversiones ante el estallido de la crisis de deuda (2008-2009) mantuvieron intactas sus carteras de inversiones. Los Venture Capital más expuestos a la crisis, por mayor volumen de inversión, apenas vieron amortizada su cartera. Y por el contrario aquellos que ante la situación de duda por la crisis se encontraban en un menor grado de riesgo tuvieron la oportunidad de buscar vías para aumentar el valor de sus inversiones. La causa de esta aparente ventaja de los Venture Capital durante la crisis se basa en lo explicado anteriormente; estos fondos de capital riesgo contaban en sus carteras con "caballos ganadores" como el caso de Facebook y Groupon, así como inversiones más arriesgadas tales que LinkedIn o HomeAway. A pesar de ser inversiones en compañías que se encontraban aún en etapas cercanas al inicio de su ciclo de vida, eran por otra parte empresas que nada tenían que ver con los mercados financieros y por tanto ajenos a la crisis en casi su totalidad.

Los Venture Capital aprovecharon esta reestructuración de la industria y la posición ventajosa durante la crisis por lo explicado anteriormente, logrando generar réditos de inversión en algunas de sus inversiones que se parecían a las del periodo entre 1994-1997.

Del 2008 hasta nuestros días.

La industria del Venture Capital en la actualidad es muy diferente a la que hemos visto a finales de 1990 y principios del 2000. El número de estas empresas ha caído desde el 2007, una caída del casi 50% y con una cantidad de fondos recaudados que representan el 15% del total en el año 2000. Se ha pasado de recaudar fondos de 105 mil millones de euros a apenas 20 mil millones entre 2009 y 2010. Esta disminución de flujos de capitales en la industria, el crecimiento de oportunidades para los emprendedores y una industria que cuenta con menos barreras de entrada que nunca han provocado la facilidad incipiente de iniciar y crear un negocio. Estamos ante una tendencia donde los fondos colocan capital en primeras rondas de inversión o en rondas posteriores para participar en la explosión de estas nuevas compañías y ser partícipes de la expansión posterior de estas que conducen a liderar nuevos segmentos de la industria, creando un alto rendimiento a la inversión.

Es difícil prever cuando estas nuevas empresas reportaran liquidez a la cartera de los Venture Capital, pero el análisis fundamental de la industria animan a estas inversiones ante el atractivo, el dinamismo que se vive hoy en día y el hecho de que cada vez es menor la recaudación de fondos necesarias para que estas nuevas compañías comiencen a opera.



Fuente: (SVB Capital, 2011)

Información: ciclo histórico entre 1990-2011 del número de firmas de Venture Capital, fondos captados por la industria y cantidad invertida anual.

2.4 FUTURO

Bill Janeway⁸ en la entrevista para la revista Forbes "The Future of Venture Capital, Tech Valuations and the Fate of Tech Incumbents - Conversation with Bill Janeway" (Forbes, 2014) habla acerca del porvenir de este sector del capital riesgo.

Actualmente estamos situados en una industria dónde se encuentra un mismo actor, Venture Capital, pero que debido a su tamaño debemos analizarlos y diferenciarlos por separado.

⁸ Bill Janeway (1943, NY): economista e inversor de Venture Capital, especializado en economía de la innovación graduado por la Universidad de Princeton.

En primer lugar están las grandes compañías de Venture Capital que invierten miles de millones de euros, con el reto de aprender a invertir de forma eficiente, en vez de invertir para la puesta marcha de una compañía, están invirtiendo para el crecimiento de la misma; alejándose de la forma clásica de momento de entrada para la inversión.

Por otro lado nos encontramos con las pequeñas y medianas empresas de Venture Capital que destinan sus fondos a financiar startups destacadas por el elevado factor investigación y desarrollo para su posterior distribución a las grandes empresas (caso Whatsapp comprado por Facebook (ABC, 2014)). La diferencia con los grandes Venture Capital es que están financiando proyectos, por lo que asumen un mayor riesgo, pero también un mayor beneficio si la empresa logra ser vendida a una grande y también un elevado coste de oportunidad. hoy en día se juega un importante rol económico y legítimo, entre los Venture Capital y los emprendedores, en la distribución de la carga sobre quien se encargará de transmitir los activos intangibles de estas pequeñas empresas a las grandes. Por lo que el mayor reto de estos Venture Capital y las startups es asimilar la innovación tanto externa como interna y no perderla cuando se produce la venta a una gran compañía.

La lucha de poder entre los actores de la industria prevé el autor que esté muy presente en los próximos años, puesto que cada vez habrá más dinero en juego y ninguno querrá perder su posición de poder ni su papel. Como bien dice Bill Janeway " Si no se cuida a los socios junior que han estado esperando para convertirse en sénior desde hace tiempo, estos abandonarían la compañía y se crearían sus propios fondos aumentando la competencia, sería una amenaza para la industria."

Los grandes Venture Capital se harán más grandes, en cambio los medianos tenderán a desaparecer dejando su sitio a nuevos Venture Capital que invertirán en las fases iniciales seguidos de nuevos fondos destinados a proveer de capital a las fases siguientes de crecimiento.

Los Venture Capital deberán crear inversiones más estructuradas que añadan valor a las inversiones en compañías en marcha, el mero hecho de dar sólo dinero y participar en la junta no bastará.

También tenemos que destacar la evolución del mercado secundario dentro de las industrias. Los inversores y fundadores pueden vender parte su parte de capital antes de la OPV, a esto se lo denomina equity crowdfunding⁹. Ante esto los business Angels y empresas de Venture Capital tenderán a aumentar la actividad de compra y venta mientras siga siendo capital privado. La liquidez ha sido históricamente escasa y esta industria debe perseguir mantener al menos el nivel de liquidez que hay ahora si quiere mantener el capital privado que permita crecer a las startups.

Los verdaderos protagonistas en los siguientes años serán los emprendedores, los Venture Capital que más les seduzcan serán los triunfadores.

2.5. FIRMAS MÁS IMPORTANTES DE VENTURE CAPITAL

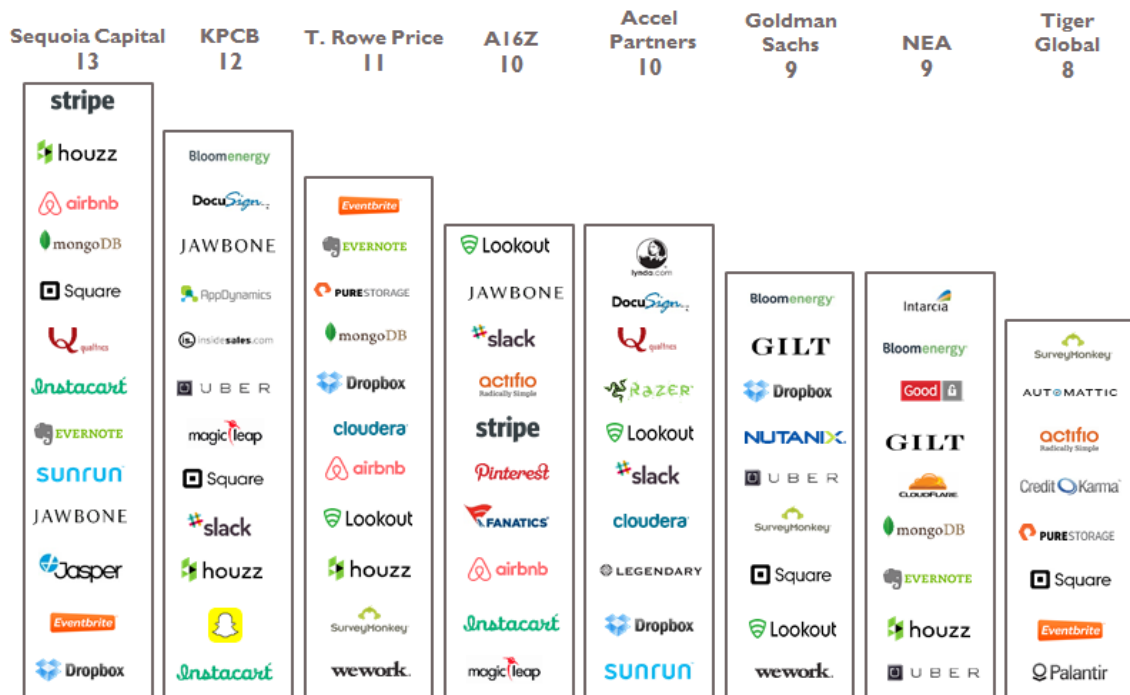
Para entender la evolución del Venture Capital es interesante ver el recorrido que han seguido las firmas de mayor relevancia en la industria y las tendencias de futuro que están haciendo que las empresas comiencen a buscar nuevas compañías de sectores pioneros que en unos años pueden ocupar los primeros puestos. Es una lucha híper competitiva donde la rapidez y la estructura organizativa son los dos factores claves de éxito.

Evidentemente el mercado Americano sigue copando los primeros puestos, con empresas que fueron pioneras y que aún preservan posiciones privilegiadas en la industria. Sin embargo el mercado asiático del Venture Capital cada vez va ganando enteros para equiparar o incluso lograr superar al americano. Para ello he analizado las dos empresas más importantes de la industria por impacto económico de inversión, una tercera firma que ha llevado a cabo un proceso de reestructuración fomentando inversiones en sectores pioneros y en último lugar el Venture Capital que más ha crecido en los últimos cinco años con apenas quince años de vida.

El gráfico que se muestra a continuación nos permite ver de forma analítica lo dicho anteriormente sobre el dinamismo del mercado. Son compañías americanas, situadas en

⁹ Equity Crowdfunding: inversión colectiva a través de Internet en proyectos publicados en portales Web.

Silicon Valley (CA) que manejan fondos de miles de millones de euros. Algunas muy establecidas ya y otras no tanto como T. Rowe Price ,que destaca por su presencia en países emergentes, pero todas mantienen una lucha por hacerse con las "gangas tecnológicas" que se dan a conocer en sus sectores.



Fuente: (CB insights, 2015)

Información: Firms de Venture Capital ordenadas de mayor a menor valor del portafolio en el año 2015.

Firms Venture Capital (Forbes, 2015) (Entrepreneur, 2015) (Tech.co, 2015)

1. **Sequoia Capital:** la firma de capital riesgo de Silicon Valley es pasado y presente de California. Ocupa el primer puesto de la lista por poner en marcha empresas como Apple, Google, Yahoo, Paypal, LinkedIn, Youtube, Kayak y la última gallina de los huevos de oro que ha sido Whatsapp. Esta última debemos destacar el montante de la operación, donde tras la compra por Facebook (21,800M€) este Venture Capital hizo que su inversión de 60M€ en la compañía de mensajería instantánea gratuita, se haya convertido en 3,600M€ en apenas dos años. Esta firma está considerada la vida misma de Internet. Realizan una

criba donde una de cada veinte startups logran pasar el filtro, de esas una de cada diez consiguen financiación, y a su vez sólo varias de cada diez permiten al capitalista recuperar el dinero. Estamos hablando de la firma número uno de la industria, por lo que si una empresa lograra pasar este filtro de financiación que se antoja como imposible juega a favor puesto que tienen una media de multiplicar en un 57% su inversión en apenas unos años.

2. **Kleiner Perkins Caufield & Byers:** situada también en Silicon Valley, destaca por los éxitos cosechados en el pasado puesto que se encuentra en un proceso de cambio de estrategias de inversión hacia compañías que tengan un alto valor en cuanto al cambio social se refiere, financiando compañías de valor social tipo Soundcloud, Coursera e Instragram. Además es conocida por destinar fondos a empresas del de la Biotecnología, móvil y tecnología ecológica. Ha realizado 645 inversiones en 386 compañías, con 31 OPVs y 61 adquisiciones, los nombres más destacables en su cartera han sido Amazon, AOL, Electronic Arts, Google, Sun Microsystems o Netscape. Destacamos también el acuerdo que mantiene con la firma Apple dónde dispuso de un fondo en el año 2008 denominado iFund de 100 millones de euros para startups con ideas relacionadas con el iPhone, actualmente este fondo se ha triplicado debido al éxito rotundo de la sinergia entre ambas compañías.

3. **Accel Partners:** fundada en el año 1983 destaca por ofrecer un servicio más personalizado que las otras dos anteriores, dejando actuar con un mayor rango de libertad a los emprendedores a la hora de situarse en el sector determinado. Siempre contando con un apoyo personalizado y ofreciendo una larga red de Networking. Este Venture Capital se centra en la industria de la infraestructura del Big Data, Internet y servicios de consumidor (e-commerce, marketing digital), Smartphones y Tablets, por último en compañías de Software y servicios Cloud. Su cartera quizá no tenga compañías de renombre, pero sin embargo está considerada como una de las carteras con mayor progresión de beneficio en el futuro, sobre todo por el sector del Big Data. Algunos nombres como Nimblestorage, Facebook, Airwatch y Dropbox forman parte de esta.

4. **GGV Capital:** el Venture Capital de menor edad y que más ha crecido en los últimos años, gestionando ya un fondo de más de 2,7 mil millones de euros. Si por algo se ha caracterizado esta firma es por operar de forma equitativa en el mercado americano y en el asiático. Este potencial de crecimiento se ve reflejado cuando desde el 2010 lleva más de 18 OPVs y 11 adquisiciones. Se centran exclusivamente en las dos economías más importantes del mundo pensando en el largo plazo, ya que ofrecen una presencia local muy profunda única para emprendedores de ambos lugares, ya que consideran que son la meca de la innovación del presente y del futuro. Esta presencia local tan profunda les permite identificar un mayor número de "caballos ganadores" y quedarse con los mejores. Su financiación se realiza en etapas de iniciación dónde dirigen de forma más activa a los equipos que están empezando y buscan crecer. A su vez también invierten en rondas finales de financiación, aportando entre 5 millones y 25 millones. Esta política les ha llevado a forma parte de empresas en sectores de Internet, marketing digital, móvil, Big Data, Cloud y lo que tenga que ver con el mercado de consumo en China. Si tenemos que destacar una empresa que forma parte de su cartera esta es el gigante del comercio electrónico Chino, Alibaba. Que en su debut en la Bolsa de Nueva York logró superar la capitalización de facebook, con una subida del 38% en su cotización, siendo la mayor OPV de la historia.

2. CARÁCTERÍSTICAS DE LA FINANCIACIÓN EN EL VENTURE CAPITAL

En este apartado abordaremos las técnicas y características de la financiación seguidas por los Venture Capital a la hora de realizar las inversiones. Hemos podido comprobar que ha seguido un proceso evolutivo y cambiante a medida que la industria se ha vuelto más compleja y más competente. Pero primero debemos matizar una serie de ideas sobre la funcionalidad de las inversiones en este ecosistema.

El Venture Capital es una fuente de financiación para las nuevas empresas. Estos fondos proveen de dinero efectivo o a través de préstamos, a las startups o pequeños negocios que perciban con un elevado potencial de crecimiento.

Es una fuente de financiación realmente importante para estas compañías caracterizadas por su dificultad a la hora de acceder a capitales y a otro tipo de inversores, puesto que el nivel de riesgo es muy elevado para la mayoría de inversores tradicionales.

La forma de aunar este capital para constituir estos fondos difiere de la forma tradicional a través de emisión de deudas u oferta de acciones, en el Venture Capital es más limitado.

Un Venture Capital no tiene porque estar formado únicamente por un individuo con alto poder adquisitivo. En la mayoría de los casos las firmas de Venture Capital adquieren la forma de sociedades limitadas con un fondo de capital combinado para invertir en distintas empresas. El tamaño de estos fondos varían puesto que hay firmas que gestionan apenas unos pocos millones y otras que cuentan con fondos de más de miles de millones para invertir en empresas por todo el mundo.

Hay diversos tipos de inversores institucionales que conforman los fondos de los Venture Capital buscando una diversificación de sus carteras de inversión: pueden ser un pequeño número de inversores a título individual, filiales o subsidiarias de un gran banco comercial, banca privada de inversión (veíamos anteriormente el VC de Goldman) o las compañías de fondos de pensiones y seguros que realizan inversiones en nombre de los clientes o de inversores externos.

Además de proveer con capital, los Venture Capital aportan experiencia en la dirección y en las funciones administrativas a estas compañías de nueva creación. Sin embargo esta necesidad vital de financiación para la creación de empresas, se vuelve en contra de los emprendedores, puesto que los Venture Capital al aportar el capital exigen representación en la junta de las startups y un elevado tanto por ciento de la empresa. Y es que la tasa de fracaso de la inversión es elevada, pero si el Venture Capital logra acertar, el fondo puede ofrecer unos rendimientos que supera el 250% en adelante.

3.1 CRITERIOS DE FINANCIACIÓN

1- Mayor Riesgo mayor rentabilidad

Si la empresa donde se lleva a cabo la inversión ha sido seleccionada tras una decisión bien meditada, la inversión tiene muchas probabilidades de ofrecer altos rendimientos. El inversor debe analizar y conocer en qué etapa de desarrollo es necesaria la inversión, estimando el riesgo implícito de la operación y el "timing"¹⁰. La forma de hacer dinero en estas inversiones es logrando que las empresas en las que invierten logren sumergirse en operaciones de fusiones y adquisiciones; siendo la salida a bolsa la operación más rentable para los Venture Capital, puesto que el riesgo se reduce ante la presencia de entidades financieras de renombre.

2- Perfil de la Compañía

Es el criterio de mayor peso a la hora de realizar la inversión. Los Venture Capital buscan compañías con un elevado potencial de crecimiento, que tengan ya una importante presencia en el mercado y además que tengan activos intangibles de propiedad intelectual de gran valor económico que sean fuente de ventaja competitiva para actuar como barrera de entrada (Porter, 1979) para los competidores. Además estas compañías deben estar en sectores emergentes con proyección en el futuro, ya que uno

¹⁰ Timing: " The practice of switching among mutual fund asset classes in an attempt to profit from the changes in their market outlook." (Investopedia)

de los rasgos más demandados por los Venture Capital es la escalabilidad¹¹ de la compañía.

3- Etapa de desarrollo de la compañía

Se necesita conocer las implicaciones y riesgos que existen en función de la etapa de desarrollo en la que se encuentre la empresa (generación de ideas, puesta en marcha, rampa y salida). Normalmente el Venture Capital lleva a cabo la inversión o inversiones a lo largo de alguna de las cuatro etapas¹² que siguen las nuevas compañías.

Estas etapas requieren distintas finalidades del capital de la inversión: el "Seed capital" para la puesta en marcha de la empresa con necesidad de fondos para el desarrollo, capital en primeras rondas para el inicio de fabricación del producto y al final el capital se destina para la salida a bolsa o expansión de la compañía.

4- Modelo de negocio

El modelo de negocio de la compañía debe favorecer a que la inversión del Venture Capital sea segura y con altos rendimientos. Para ello los productos y servicios que ofrezca la empresa deben tener una demanda alta en el mercado, que logre fidelidad con los clientes y que esta fidelidad logre atraer a más clientes. Es importante que la empresa logre obtener beneficios aún teniendo recursos limitados, puesto que esto la hará más competitiva en el sector.

5- Equipo directivo

Es necesario que la empresa cuente con una equipo de gestión competente y sólido de cara al largo plazo. Si esta empresa no está respaldada por una gestión eficiente no va a poder cumplir los objetivos marcados y no funcionará, por lo que tener un buen equipo es un activo de gran valor a la hora de favorecer la inversión. La alta dirección de estas empresas debe destacar por ser líderes, profesionales, expertos y fuertes de personalidad. Dirigen a grupos de personas que tienen la capacidad de convertir ideas en un negocio real, por lo que buscan trabajadores que se anticipen a problemas y contribuyan a la creación de sinergias positivas a lo largo de la organización para lograr el crecimiento de la empresa.

¹¹ Escalabilidad: " empresas que tengan un potencial de crecimiento muy fuerte, que se puedan internacionalizar y que sean capaces de hacer crecer los beneficios sin reinvertir en infraestructuras al mismo nivel que aumentan los ingresos." (Emprendedores, 2012)

¹² <http://www.investment-funding.co.uk/venture-capital-investors.php>

6- Valoración de la compañía

Mencionar que el valor de mercado de la compañía es un factor que se tiene en cuenta a la hora de realizar la inversión, puesto que no deja de ser un indicador que evalúa el nivel de riesgo de la operación

7- Plan de Salida

El Venture Capital debe tener un plan de salida claro cuando lleva a cabo la inversión puesto que son propietarios de la compañía durante tres o siete años como máximo. Por ello cuentan con un servicio de inversión donde hacen de intermediarios entre compradores y vendedores potenciales que quieren adquirir o dejar de ser propietarios de la empresa.

3.2 FUENTES DE FINANCIACIÓN

En un primer momento las empresas de Venture Capital no requerían fondos de fuentes externas de financiación. Es capital propiedad de una persona/as que crean el fondo y posteriormente en caso de necesidad es un business angel el que de forma secundaria provee de capital al fondo del Venture Capital.

Como bien veíamos al inicio del trabajo, los Venture Capital, antes de que estallara la burbuja de las puntocom ,destacaban por ser empresas rentables que ofrecían facilidad de crédito a las empresas de nueva creación de forma rápida y en grandes cuantías. Estas facilidades estaban siendo producidas ya que las firmas de Venture Capital obtenían grandes beneficios cuando estas nuevas empresas se hacían públicas (exceso e OPV) logrando no solo recuperar la inversión, sino lograr unas rentabilidades desmesuradas ante el aumento del precio de la acción de estas empresas.

Ante esta situación de dinamismo y bonanza, un gran número de nuevos inversores se interesaron por la industria, sin embargo ya fue demasiado tarde para algunos. Cuando la burbuja explotó el riesgo, ya alto de por sí de esta industria, se disparó provocando la

pérdida de confianza y dinero invertido por muchos inversores motivados por el dinero fácil que aparentemente caracterizaba a la industria en esa época.

Desde entonces la Banca de inversión privada ha tenido un papel esencial en la financiación de los Venture Capital. Ha sido el método de captación de capitales más demandado por estas firmas de capital riesgo puesto que la banca comercial tradicional ante el levado riesgo de las operaciones no realizaban préstamos. Posteriormente con nuevos desarrollos en el sector financiero poco a poco la banca tradicional va adentrándose en la financiación de estos fondos.

Estos bancos tradicionales llevan a cabo una rigurosa selección para conceder estos préstamos a los Venture Capital. La nueva propuesta de negocio debe pasar por un proceso de selección ajustándose a los niveles de rentabilidad y riesgo que requieren estos bancos. Se estima que el 90% (Investment) de las propuestas de los Venture Capital venían siendo rechazadas por este sector de la Banca, y es que la modernización de sus sistemas está ocasionando que se reduzca esa negatividad de préstamos y generando más disposición de capitales para las firmas de capital riesgo.

Por ello se crearon bancos que mezclaron las distintas presunciones de riesgo entre un banco privado y un banco comercial, incorporando características de unos y otros. A sí a día de hoy se han creado un gran número de bancos que se dedican exclusivamente a ser la banca privada de los Venture Capital ofreciendo inversiones más competentes. Este sistema de financiación tarda de tres a seis meses hasta que se autoriza la disposición del fondo de crédito. La clave de este sistema es que incluye una evaluación minuciosa de la nueva empresa, que deberá cumplir los criterios de inversión explicados anteriormente. Debe ofrecer productos y servicios comercialmente viables, potencial de crecimiento o evaluación de riesgos entre otros. Lo que pretende es tratar de estimar de la forma más exacta posible el retorno de la inversión antes de tomar cualquier decisión. Además reporta ayuda a las nuevas empresas para la búsqueda de nuevos fondos de financiación, haciendo que el riesgo de la inversión en la compañía se reparta y haga más atractiva la operación. Por último la evaluación de este sistema permite a las nuevas empresas conocer sus fortalezas y debilidades gracias a un feedback constructivo que sirve de guía operativa en el corto plazo, algo muy valioso en la innovación.

A pesar de este sistema de inversión más híbrido entre tipos de bancos, aún es palpable la diferencia de finalidad inversora entre unos y otros. La banca privada, con mayor asunción de riesgo, se centra principalmente en la salida a bolsa y la oferta pública de acciones; por otro lado la banca comercial centra en la financiación a escala de pequeñas empresas y hacer de intermediario entre el Venture Capital y la OPV.

3.3 TIPOS DE INVERSIÓN SEGÚN LA ETAPA

En el comienzo de todo los inversores suelen ser en su mayoría individuales (amigos, familiares, empresarios) que invierten para ayudar a poner en la tierra la idea en forma de empresa, con la idea de obtener un alto retorno de la inversión. Estos inversores son los llamados "Angel investors"¹³, personas físicas que hacen la función de autofinanciación de la empresa hasta que esta necesite una financiación por parte de un Venture Capital. Estos ofrecen dinero, pero sobre todo experiencia y contactos. Son inversiones que rondan entre los 150,000 euros y 1,5M€ de media (MyCapital, 2015), aunque están cifras varían en función de lo que necesite una determinada start-up para arrancar.

Etapa Temprana

- **Semilla o en inglés más conocido como "Seed"**: es la primera etapa de financiación de un Venture Capital. Son inversiones de capital poco elevadas destinadas a los emprendedores para el rápido desarrollo de su nuevo producto o servicio. Los emprendedores suelen destinar estos fondos para la investigación de mercado, construir un equipo de dirección, desarrollar un plan de negocio y o destinar todo al desarrollo de lo que pretenden lanzar al mercado.

Estas compañías aún no han comenzado sus operaciones comerciales, por lo que las inyecciones de capital son en su mayoría para la investigación y desarrollo.

¹³ Angel Investor: " An investor who provides financial backing for small startups or entrepreneurs. Angel investors are usually found among an entrepreneur's family and friends. The capital they provide can be a one-time injection of seed money or ongoing support to carry the company through difficult times." (Investopedia)

Es por ello que financiar este tipo de empresas es realmente arriesgado puesto que los emprendedores usan el capital para poner en marcha el departamento de I+D, realizar pruebas o comenzar a desarrollar los productos. Una inversión en una star-up en fase "semilla" oscila entre los 250,000 euros y el millón de euros. Estos Venture Capital que invierten en estas etapas iniciales normalmente suelen participar en las rondas de inversión siguientes, junto con otros inversores para financiar los costes de expansión y crecimiento del negocio como las ventas, distribución, contratación de personal y formación, marketing y soporte del inventario.

- **Start-up:** En esta etapa de puesta en marcha destina la financiación al apoyo en el desarrollo de productos y el inicio de la actividad de marketing comercial. Este tipo de financiación es característica en empresas que acaban de crearse o aquellas que hayan empezado ya su actividad empresarial pero que todavía no hayan ofrecido su producto o servicio al mercado. Estas últimas empresas entran la última etapa de crecimiento, deben lanzarse, mostrar que pueden obtener un beneficio. Por lo que el papel de los Venture Capital vuelve a mostrarse esencial, ya que se encargan de proveer capital a aquellas compañías que necesiten un inversión exterior para superar la etapa de lanzamiento.
- **Primera etapa:** El capital se destina para iniciar el proceso comercial y de ventas. Estas compañías llevan ya entre tres y cinco años activas en su sector, con un producto "piloto" realizando pruebas y testando su funcionamiento. y en otros casos el producto puede estar ya listo para comercializarse.

Etapa Expansión

- **Segunda Etapa:** Inversión de capital posterior a la comercialización del producto y su venta, ya está en operando en el mercado. La compañía comienza a tener ingresos, sin que eso infiera que muestra beneficio todavía.
- **Tercera Etapa:** Puede haber una tercera ya que el producto o servicio pueda necesitar una mejora o una ampliación de sistema productivo.

- **Cuarta Etapa:** Es la última ronda de financiación privada antes de la OPV. Se realiza para mejorar la capacidad crediticia de la empresa para evitar desajustes tras hacerse pública.
- **Etapa puente:** Los Venture Capital aportan inversión para la reestructuración de la empresa que está a menos de seis meses de realizar la OPV. A menudo son realizadas ante la presión de los accionistas por posicionarse para esta salida.

Otras Etapas

- **Financiación Mezzanine:** No es considerada una etapa como tal, puesto que se da en contadas ocasiones cuando la magnitud de la OPV es de carácter relevante tanto por lo público como por el dinero en juego. Es una inversión de capital que financia el paso para llevar a cabo una OPV, es decir, el link con respecto a la expansión de la compañía. Con esto lo que se quiere es una revalorización de la compañía.
- **Compras Apalancadas y Adquisiciones:** son inversiones destinadas a la compra de un producto, negocio o empresa para adquirir participaciones significativas
- **Oferta Pública de Venta (OPV)** (Rocketlawyer, 2015) Según un estudio del Stock Exchange of Hong Kong a través del instituto Growth Enterprise Market (GEM) las compañías de Venture Capital ejercen una significativa influencia en las OPVs en tiempo y rendimiento (Yun-shu TANG, 2008). La influencia en el rendimiento de la OPV es positiva cuando el factor de gestión de ingresos está presente. Pero la empresa de capital riesgo no pueden impedir el aumento de demanda de inversión en la compañía tras la OPV . Además los Venture Capital actúan como aseguradoras de la OPV.

3.4 TIPOS DE INVERSORES

Entramos a analizar el propietario que hay detrás de las inversiones en las distintas etapas que hemos comentado antes. Se podría decir que siguen un patrón de comportamiento la amplia mayoría de ellos. Suelen mantener sus inversiones en la start-up de 3 a 5 años, buscan altas rentabilidades en poco tiempo, es una forma de diversificar las carteras y van tras el éxito que podría producirse de darse una salida a bolsa o compra por otra empresa de la start-up.

Estos inversores van en orden según el momento en que se realiza la inversión en relación a la fase en que se encuentra la start-up:

1. **Familia, amigos y "Fools"¹⁴**

No son recogidos como inversores, pero su papel es igual o más importante que estos. Son los encargados de cubrir la fase inicial, lo que es lo mismo, cubren financieramente la fase más arriesgada del ciclo de vida de la start-up. Son personas físicas del entorno de los fundadores que invierten pequeñas cantidades en la empresa para la puesta en marcha. Es una fase de aprendizaje, no de crecimiento o búsqueda de dar rentabilidad; por ello no son grandes desembolsos.

2. **Business Angels**

Los conocidos en EEUU como "Angel Investors" son personas, que no empresas, que ponen en juego capital propio para financiar a estas empresas innovadoras que se caracterizan por estar en fases iniciales de creación (Seed). Además de realizar la inversión, también se involucra en la actividad de la empresa, no buscan únicamente retornos, aportando contactos, experiencia, conocimiento y recursos. Son personas que destacan por tener una cartera de inversiones diversificadas con distintos niveles de riesgo, por lo que no son especuladores.

La media de inversión de estos inversores está en 30 mil euros, no soliendo superar los 50 mil. Para captar su inversión el emprendedor debe jugar un papel

¹⁴ En Inglés **3F (Famiy, Friends & Fools)**

sentimental, ya que son personas con un perfil directivo con muchos años trabajados que quiere destinar sus conocimientos a empresas más jóvenes. El otro perfil lo forman aquellos emprendedores con éxito que han logrado captar fondos para apoyar a nuevos emprendedores. Son inversores que juntan lo racional con lo sentimental, esperan plusvalías con retornos mínimos del 30% por invertir su propio dinero en uno de los momentos con mayor nivel de riesgo.

3. **Family Office**

Son grupos que gestionan el patrimonio e inversiones de un grupo familiar. Estas gestiones son financieras, inmobiliarias y empresariales. Es un inversor que añade a su cartera un mayor nivel de riesgo destinando una parte de su patrimonio a la financiación de start-ups calificadas de alto riesgo. No suele exceder del 10% de su patrimonio. Su participación activa en la empresa es mucho menos que la de un business angel, ya que aquí lo que buscan son grandes plusvalías. Sin embargo si realizan mecanismos de control y exigen más, también realizan una inversión de mayor cuantía que roza el millón de euros de media.

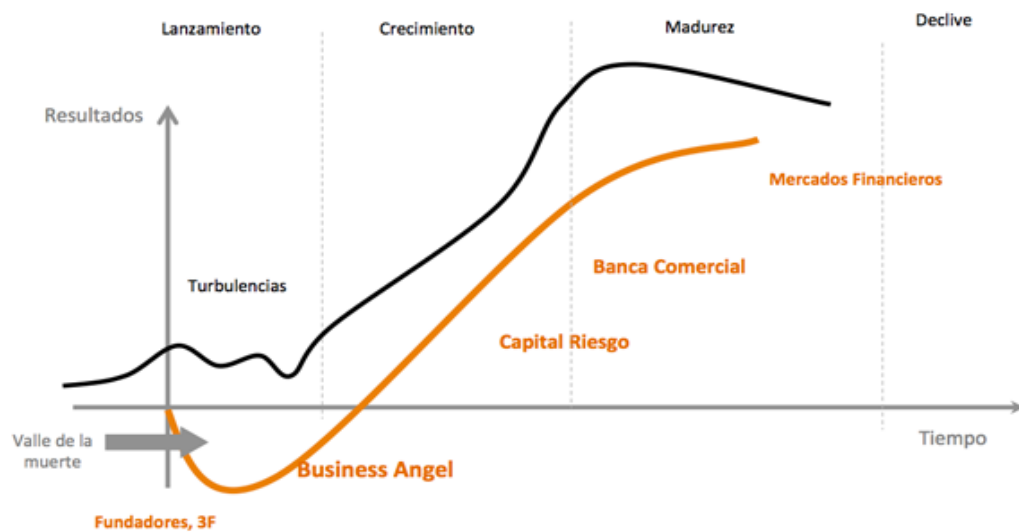
Algunos de los más conocidos en España son la Fundación Entrecanales o la de la familia Del Pino.

4. **Venture Capital**

Compañías que invierten en el emprendimiento, en compañías denominadas Start-ups, ya maduras, que han validado su modelo de negocio y necesitan capital para comenzar la fase de crecimiento para su posterior lanzamiento público. Son compañías pertenecientes al capital riesgo (las otras se denominan Private Equity).

Si por algo destacan estas compañías es porque no suelen invertir todo el capital en una misma ronda, sino que van progresivamente para aminorar el riesgo y además evitan que la star-up se quede sin financiación en un futuro, es una garantía de crédito. Como mínimo realizan inversiones de 150 mil euros, aunque lo normal es que sea más de 300 mil euros de media, llegando a veces a ser más de un millón. No se involucran en la gestión del día a día de la empresa, pero si exigen un lugar en el consejo de la compañía para influir en la toma de

decisiones cuando el valor de la compañía no se vea aumentado, ya que son los inversores con mayor expectativas de retornos.



Fuente: (MyCapital, 2015)

Información: Ciclo de vida de la empresa en relación con el tipo de inversor y la tendencia de resultados.

5. Crowdfunding

Este tipo de inversores la revista Forbes (Forbes, 2012) los define como " the practice of funding a project or venture by raising many small amounts of money from a large number of people, typically via the Internet." Nace como fuente de financiación colectiva donde el creador de un proyecto, a cambio de apoyarle económicamente, ofrecía recompensas no monetarias a aquellos que destinan dinero para su financiación.

Poco a poco fue ganando enteros hasta convertirse en un inversor que si no fuere por las regulaciones constantes que ha sufrido en los últimos años tendría un mayor potencial. Y es que ya existen páginas como Kickstarter¹⁵ que se dedican a facilitar este tipo de inversiones, poniendo en contacto de forma segura a aquellos que necesitan financiación y a los que quieren invertir. Todo ello bajo plataformas de codificación de altos niveles de seguridad y ofreciendo portales web dónde los emprendedores pueden darse a conocer.

¹⁵ <https://www.kickstarter.com/>

Uno de los aspectos más positivos del crowdfunding es sin duda que al poner un tiempo límite para recaudar el capital deseado puedes analizar el nivel de aceptación de tu producto o servicio.

La diferencia con los Venture Capital o Business Angel es sencilla; Estamos hablando de micro inversiones entre 1€-20€ (Techopedia, 2015) que además no confieren al prestamista la posesión de una acción, no es propietario, además de no tener garantía alguna ante la posibilidad de que la operación tenga éxito.

Es un tipo de inversor que se usa para proyectos sociales o actividades sin ánimo de lucro, puesto que es una inversión tan ínfima que nadie espera obtener grandes rendimientos. Sin embargo cada vez es mayor la tendencia a invertir en crowdfunding que financien proyectos destinados a obtener altos beneficios.

6. Corporate Venture Capital

Estas firmas invierten estratégicamente (Quittner, 2014) en startups con objetivos cercanos a sus negocios para adquirir talento, productos y servicios innovadores con un coste menor al no tener que realizar ellos la investigación y desarrollo de los mismos, puesto que los costes se verían aumentados.

Los Corporate Venture Capital pueden moverse más rápido, son más flexibles y más baratos en el departamento de I+D para favorecer la adaptación de la empresa ante cambios del ecosistema según la revista Harvard Business Review (Lerner, 2013). Al ser un fondo también estimula la demanda y pueden obtener rendimientos no sólo a nivel financiero; sino que al capturar esta propiedad intelectual de otros lugares le permite moldear el destino de la organización.

Un ejemplo de este tipo de inversores es Google Ventures, con un portfolio que destaca por su diversificación en sectores de consumo, móvil, comercio, Big Data y de la salud.

4. EVOLUCIÓN DEL VENTURE CAPITAL EN ESPAÑA

Según el "Informe de actividad de capital riesgo en España" realizado por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI España, 2013) la industria del Capital Riesgo integrada por las compañías de Private Equity y Venture Capital ha vivido en el 2014 el inicio de un nuevo ciclo, tras recuperarse desde el año 2008.

Ha crecido un 28% ,según el estudio patrocinado por Repsol y ESADE (WebCapitalRiesgo, 2013), el nivel de inversión con respecto al 2013, superando los 3,000M€ en 460 operaciones. El 65% de las operaciones fueron por una cuantía inferior al millón de euros, y es que en España es complicado cerrar rondas de inversión de más de un millón en el sector del Venture Capital. La explicación a esto radica en que el 78% del volumen invertido en esta industria fueron a través de fondos internaciones, y es que España aún no cuenta con un elevado número de empresas de Venture Capital como pueda ser EEUU o Israel por ejemplo.

Nos vamos a situar en el año 2013, aprovechando así el informe de (ASCRI España, 2013). Según el cual ese año las inversiones de Venture Capital en España por empresas nacionales e internacionales llegó a los 208,5M€, lo que supuso un descenso del 5.6% respecto al año 2012. Se realizaron 377 transacciones, que supusieron un 69% del total de operaciones de la industria de capital riesgo. El 85% de las inversiones no superaban el millón de euros, además el 84% del volumen total de la inversión lo llevaron empresas privadas, el restante las entidades públicas.

Vamos a analizar este periodo del 2013 en profundidad como año cero, año donde la industria comienza a despegar hasta llegar al 2015. Con esto se pretende aunar mucha información que es el resultado de un periodo oscuro en la industria, debido a la inestabilidad que vivió España en el periodo del 2008 al 2012 y que hoy en día sigue sin estar subsanado completamente. Pero que sin embargo demuestra el cambio de tendencia hacia una industria que va ganando cada vez más adeptos y con una rapidez difícil de imaginar años atrás.

- **FONDOS Y ACTORES**

Los fondos levantados y destinados al Venture Capital por Empresas de Capital Riesgo (ECRs) nacionales alcanzaron los 273M€ (43% sobre el total de captación nacional). En este sentido hay que destacar la actuación del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI¹⁶) a través de su programa Invierte, cuyos recursos se han dirigido a algunos de los fondos levantados tanto en 2012 como en 2013 y previsiblemente en 2014.

Hay que señalar el incremento de actividad de los fondos internacionales de Venture Capital en su apuesta por start ups españolas. Según el estudio (ASCRI España, 2013) el "14 de los 20 fondos extranjeros que realizaron su primera operación en España fueron fondos de Venture Capital"

A su vez, es notable el crecimiento que están llevando otros actores de la industria como las compañías aceleradoras, incubadoras o los business angels.

A finales de 2013 el ecosistema del sector del Venture Capital lo conformaban 152 operadores, de los cuales 76 eran Venture Capital españoles (58 privados y 18 públicos), 41 Venture Capital internacional, dos organismos públicos de España (CDTI y ENISA¹⁷), cuyo fin era financiar a través de créditos blandos o préstamos con participación, y 32 Aceleradoras y Business Angels.

- **VOLUMEN DE INVERSIÓN Y NÚMERO DE OPERACIONES**

Debemos destacar que los datos del 2013 hay que analizarlos con pinzas puesto que el volumen de inversión disminuye siendo uno de los peores registros después del año 2009, pero este dato no quiere decir que haya sido un año para olvidar en la industria, sino todo lo contrario.

En el año 2009 apenas se llegó a los 193M€ de inversión, en el 2013 fueron 208,5M€. Una caída del 5.6% con respecto al año anterior. Esto tiene que ver con la caída del

¹⁶ CDTI: organismo público para Evaluación técnico-económica y financiación de proyectos de I+D desarrollados por empresas.

¹⁷ ENISA: empresa nacional de innovación.

número de operaciones que hablaremos después, puesto que el registro de las mismas disminuyó su número en un 7.6%.

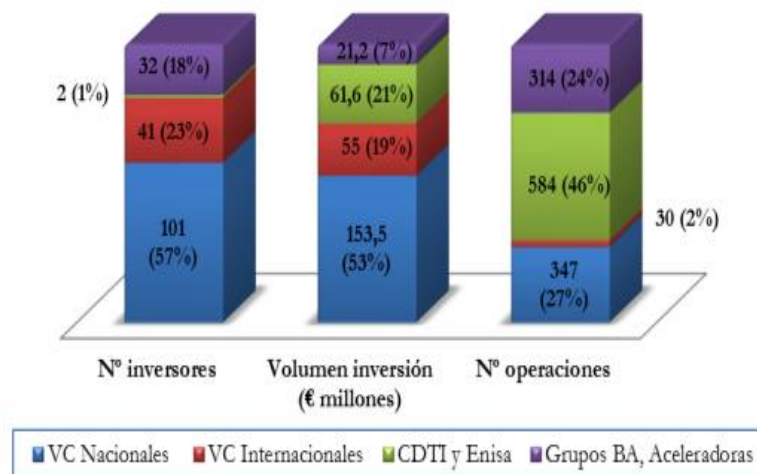
En cambio destacamos que el volumen invertido en nuevas operaciones crece de los 127M€ en 2012 a los 137M€ en el 2013, en parte gracias a las operaciones de reinversión en nuevas líneas de negocios. Puesto que la reinversión en antiguas compañías caen notablemente de los 94M€ a los 70M€.

En cuanto al número de operaciones llevadas a cabo durante este periodo de las 377 operaciones, 209 fueron nuevas inversiones y 168 reinversiones. Si por algo destaca la industria española del Capital Riesgo es por el reducido montante de la inversión, apenas más del 85% de las operaciones supuso una inversión mayor del millón de euros. Sólo 57 operaciones lo superaron, siendo la media nacional de inversión en la industria de 250 mil euros. Las pequeñas pymes (menos de 9 trabajadores) representaron un 60.2% del total de la actividad de financiación.

En cuanto a la tipología del inversor, es el privado el que evidentemente tuvo más representatividad en la industria; invirtieron 122M€ en la industria, que significó el 85% del volumen total de capitales en el Venture Capital. Los inversores públicos significaron un 15% del volumen con 31,4M€ en 62 operaciones, frente a las 285 de las entidades privadas (83.5% del total).

Esta notable diferencia entre los pesos de ambos inversores tiene su inicio tras la burbuja de las puntocom, donde eran los inversores públicos los que invertían mayores cuantías en los Venture Capital por aquel momento. En cambio la situación se ha revertido debido en parte a que las entidades privadas siguen creciendo cada año, aumentando sus activos, y las entidades públicas orientadas al Venture Capital se mantienen constantes o incluso reducen su actividad en la industria.

Si a este hecho le añadimos el factor inversor de firmas extranjeras, observamos cómo hay un aumento de capital privado en el Venture Capital de 55M€, y es que en este periodo comienza el inicio de la inversión extranjera aumentando un 30% sus inversiones con respecto al año anterior.



Fuente: (WebCapitalRiesgo, 2013)

Información: datos año 2013

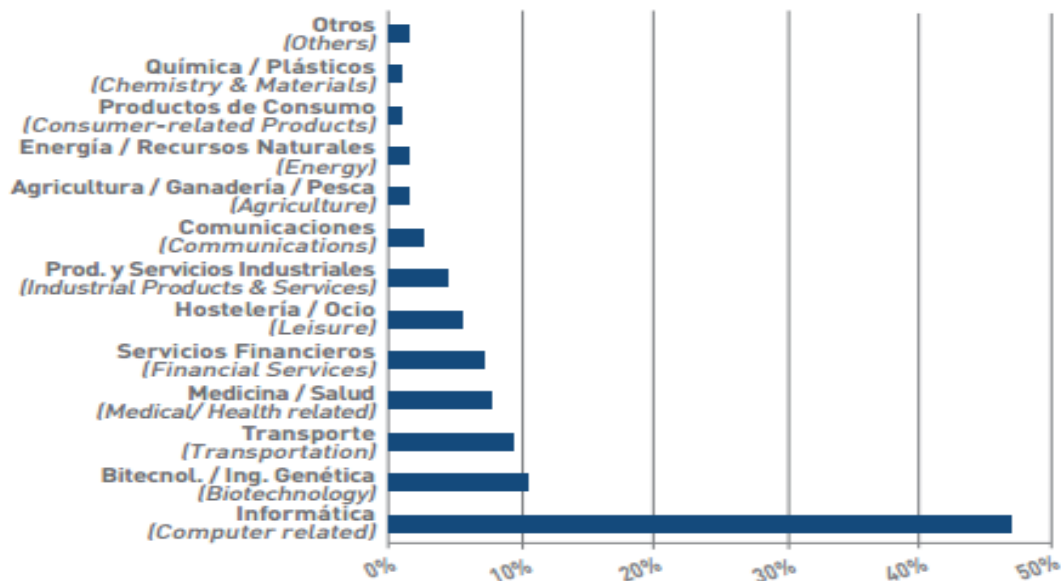
- **SECTORES**

Si hay un claro sector ganador en cuanto a recibir inversiones del mercado español de Venture Capital, ese es el sector tecnológico. Desde el año 2005 la inversión tecnológica destaca por encima de las demás, llegando a concentrar en el 2013 el 81.5% del volumen, las empresas tradicionales apenas logran alcanzar el 18%.

El máximo histórico de inversión fue en 2011 con 225M€ registrados, en el 2013 la inversión en empresas tecnológicas llegó a los 170M€, con un volumen de 98M€

El aumento de interés por invertir y desarrollar este tipo de empresas es el que tiene la explicación al hecho de que represente un 47% del total de la inversión. En otro peldaño se sitúan el sector de la Biotecnología con un 10.4%, seguidos por Transportes, 9.2% y el sector de la Salud con un 7.7% del volumen total.

Por número de operaciones destacaron: Informática (198 operaciones, es decir el 52.5% del total), Biotecnología/Ingeniería Genética (47 operaciones, lo que representa el 12.5% del total) y Medicina/ Salud (28 operaciones, 7.4% del total).



Fuente: (ASCRI España, 2013)

Información: Volumen de inversores por sectores en el año 2013 por Venture Capital españoles y internacionales.

- **TERRITORIO**

Somos conocedores del grave problema que atraviesa España en cuanto a densidad demográfica se refiere. Esto repercute significativamente a la hora de ver el lugar donde se llevan a cabo las inversiones y número de operaciones.

Cataluña es la Comunidad Autónoma con mayor volumen invertido y mayor número de operaciones, 35% y 36% respectivamente. Le sigue Madrid con un 29% de volumen de inversión y un 18% del número total de operaciones.

Otras comunidades relevantes en volumen de inversión son Navarra (7.4%) y Galicia (7.3%) y por número de operaciones encontramos a la Comunidad Valenciana (10%), Andalucía (6%), Castilla y León (6%), y Navarra con el (5%).

A 31 de diciembre de 2013, la cartera de Venture Capital alcanza los 1,600M€, repartidos en 1.385 empresas.

Una vez visto la situación en la que se encontraba el Venture Capital y el Capital Riesgo en España suma de años anteriores marcados por la inestabilidad, comienza la era dorada que hemos mencionado antes. España está considerado país emergente en esta industria y vamos a analizar el por qué.

Comenzamos y seguimos por el año **2014**, donde el número de actores de la industria se ha incrementado prácticamente a diario, donde las inversiones han aumentado un 30% llegando a los 320M€ y con un 14.5% más en el número de operaciones según la revista europea de Tecnología Tech.eu (Tech.eu, 2015). Ya que cómo bien dijo el periódico económico Expansión en 2014 "El sector vive una efervescencia sin precedentes con la oleada de nuevos fondos de Venture Capital en España." (Expansión, 2014)

Sin duda es una señal de esperanza para un país que carecía de flujos de capital en este industria, y que parece que no sólo tiene una tendencia alcista en cuanto al aumento de número de inversiones, sino que también en el tamaño de la inversión. Cada vez se están produciendo rondas más grandes de financiación que permiten a startups españolas salir a la escena internacional y llegar a los continentes de América del Sur e incluso Asia. Esto es la mayor publicidad posible a escala internacional de la industria del Venture Capital nacional. Cierto es que aun siguen siendo las inversiones en la etapa "Seed" las que más se repiten, pero se ha producido un aumento considerable de las inversiones en etapas medias de financiación ante el aumento del tamaño medio de esas inversiones.

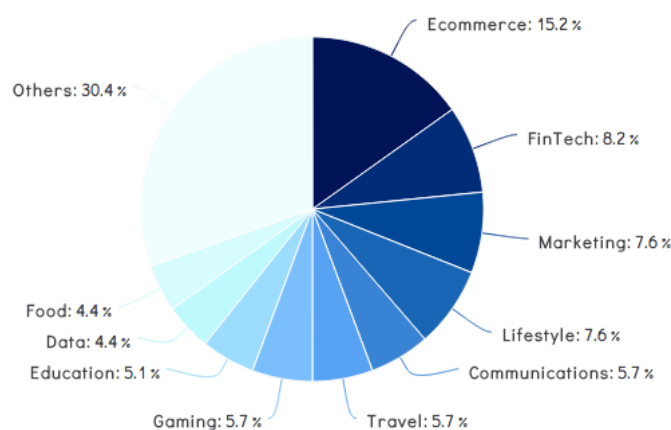
Debemos detenernos en el fondo creado por el gobierno de España (Ministerio de Economía y Competitividad, 2013) para fomentar la actividad en la industria del Venture Capital. Durante 14 meses este fondo público, FOND-ICO,¹⁸ llevó a cabo su objetivo de " promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que

¹⁸ FOND-ICO: Tiene naturaleza jurídica de Entidad de Crédito, y la consideración de Agencia Financiera del Estado, con personalidad jurídica, patrimonio y tesorería propios, así como autonomía de gestión para el cumplimiento de sus fines financiándose en los mercados nacionales e internacionales. Las deudas y obligaciones que contrae, gozan frente a terceros de la garantía explícita, irrevocable, incondicional y directa del Estado español.

realicen inversiones en empresas españolas en todas sus fases de desarrollo." El fondo fue dotado de 1,200M€, para lograr crear cuarenta Venture Capital y llegar a movilizar más de 3,200M€ cediendo la gestión a empresas privadas nacionales.

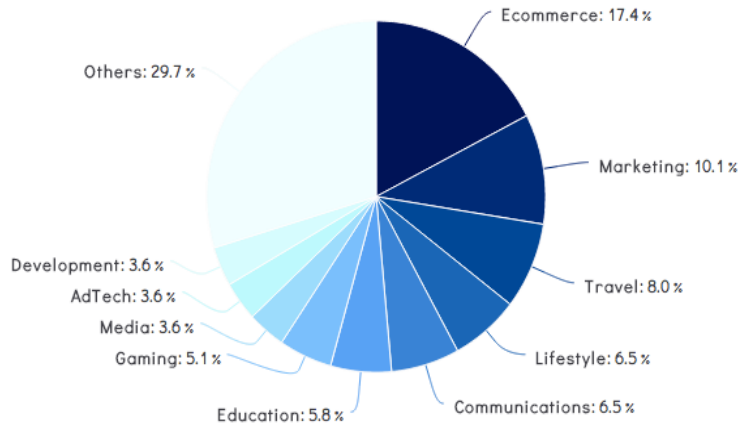
Actualmente el FOND-ICO ha comprometido una inversión de 755M€ en 29 fondos según el documento de prensa elaborado por el Gobierno de España (Moncloa, 2015) Estos fondos invertirán un total de 2,567M€ en empresas españolas mejorando la industria, potenciando la creación de empleo (Principal motivo de la creación de este fondo de fondos) y lograr captar mayor número de inversores ofreciendo estas altas rentabilidades características del Venture Capital.

El comercio electrónico ha sido durante muchos años el sector más relevante de la industria, pero gracias al dinamismo generado en los últimos tiempos en la industria ha logrado que nuevos sectores comiencen a cobrar importancia, como el caso de la industria del juego (cuarto sector ya con 28,7 millones). La tecnología financiera ocupa el número uno de inversiones ya que aunque suene raro, la banca es uno de los sectores más atrasados en innovación. Por último mencionar también al sector de las comunicaciones que están llamadas a ser uno de los sectores de mayor crecimiento en España. En los gráficos a continuación vamos a ver la evolución por sectores entre 2013-2014.



Fuente: (Venture Watch, 2015)

Información: Sectores de la industria más importantes por frecuencia inversora año 2014



Fuente: (Venture Watch, 2015)

Información: Sectores de la industria más importantes por frecuencia inversora año 2013

En cuanto a los inversores destacamos el papel de los Business Angels que cada vez son más organizados, dejando atrás su papel más individual, y logrando una mayor recaudación de fondos para realizar estas inversiones en las primeras etapas.

La línea de guía marcada para la industria está mostrando con datos, la efectividad de las acciones. Pero tenemos que ser reales y conocer que aún queda un largo recorrido si se pretende competir a escala internacional. Las inversiones de Estados Unidos en España equipararon prácticamente la totalidad de las inversiones que llevaron a cabo empresas locales. También fondos procedentes de Dubai o Francia comienzan a ganar peso en las inversiones de este mercado doméstico español.

Las noticias en **2015** no pueden ser mejores puesto que hasta el mes de Marzo se registraron inversiones por valor de 109M€, casi la mitad que en todo el año 2013. Las inversiones en startups, la gran mayoría por las firmas de Venture Capital (40,8%) y Business Angel (31,2%), han aumentado un 157% con respecto al año anterior según un estudio llevado a cabo por la empresa de investigación Venture Watch y publicada en NovoBrief.com (Novoa, 2015)

Esta recaudación se llevo a cabo a través de 48 operaciones, volviendo a dejar latente que cada vez se logran rondas de financiación más elevadas. Estos 109M€ representan el 44% de las inversiones totales en empresas tecnológicas en el 2013.

El aumento de inversiones por parte de los Business Angels tiene una implicación inherente que está favoreciendo considerablemente a la industria, las etapas "Seed" y tempranas aumentan su actividad y logran tener más fondos para comenzar su actividad. Esto es un indicador muy positivo ya que años atrás debido al nulo crecimiento de la economía española esto se hacía impensable.

En lo que va de año el 51.3% del volumen de fondos total pertenece a Estados Unidos que sigue predominando el ecosistema de las inversiones, seguido de Reino Unido con 21.2%. España en lo que va de año representa el 17.3%, el total del año pasado fue de 41.4% (Venture Watch, 2015).

	Jan 2015 - Mar 2015	Jan 2014 - Mar 2014	Difference (%)
Deals	48	28	71.43 %
Invested	109.873	43.446	152.90 %
Average round size	36.62	14.48	152.90 %
Median round size	25.67	11.5	123.22%
Standard deviation	36.11	9.33	287.03 %

Fuente: (NovoBrief, 2015)

Información: características de inversión en Startups comparando el primer trimestre 2014-2015

5. ANÁLISIS DE LA BURBUJA 2.0

Una vez analizada la industria nos adentramos en el apartado más importante del proyecto, el de saber si estamos ante una nueva burbuja tecnológica o no. Al estar en economías globales bien debemos saber que lo que ocurra en el resto de continentes afecta a las distintas variables macro del resto de lugares.

En la industria del Venture Capital particularmente, refuerza esta idea sobre la interconexión de las economías domésticas en el mercado global de todas ellas. Como ya pasara en el 2008 o el año 2000 la burbuja explotó en los EEUU ocasionando un efecto cadena de la que ningún país desarrollado salió indemne. Pues esto pasa en la actualidad con el elevado flujo de capitales que está presente en el ecosistema de una industria que si en algo ha sido criticada es por su excesiva rapidez de crecimiento. Crecimiento que no ha arrastrado consigo un cambio estructural con el mismo nivel de rapidez, por lo que se ha generado un desequilibrio que aparentemente no tiene importancia alguna puesto que las cosas siguen estando bien e incluso en el caso de España, se cataloga como una industria emergente.

Sin embargo si algo es bien conocido por los fanáticos bursátiles es que la historia se repite, que el mercado se guía por tendencias y que el precio lo descuenta todo. Las crisis son cíclicas y ya han pasado quince años desde la última crisis tecnológica, que fue precedida por una crisis financiera en el 1987. Esto bien podría parecerse a la historia más reciente, crisis financiera en el 2008 y ¿Burbuja tecnológica posterior?. Por ello vamos a llevar un análisis detallado de EEUU para ver desde distintas perspectivas si debemos comenzar a ser cautos a la hora de facilitar crédito a la industria del Venture Capital o no.

5.1 INVERSIÓN NO CONSTRUCTIVA

Muchos inversores que perdieron importantes cantidades de capital en el año 2000 tienen la lección bien aprendida y están alertando sobre las similitudes que ven a día de hoy con las que causaron "todos sus males".

La empresa de estudios Mattermark (destaca por su gran base de datos) publicó en Abril un estudio (Mattermark, 2015) acerca del exceso de especulación en la industria en apenas un año, comparando los datos de los primeros trimestres del año 2014 y 2015.

Lo más destacable de este estudio es sin duda el cambio tan drástico que ha sufrido la industria a la hora de escoger la etapa donde financiar y la cuantía de la inversión.

En lo que respecta a las etapas de financiación la "Seed" es la gran perjudicada, disminuyendo un 300% sus operaciones de captación de fondos, de 359 a 108 en el primer trimestre. Siendo la última etapa la única que ha aumentado sus operaciones. Esto implica un cambio en la estrategia de inversión de los Venture Capital; ahora invierten en menos compañías y dedican más tiempo a las que conforman sus carteras. Desde esta perspectiva se puede indicar que estadísticamente para los emprendedores es más complicado captar capital en las primeras etapas ahora que hace años.

Pero por otro lado es interesante ver cómo a pesar de que el volumen de operaciones ha bajado, la cuantía de las inversiones han conseguido aumentos significativos. En el caso de la etapa "Seed" el aumento es del 217%, el mayor después de las etapas que hacen de puente para la OPV (etapa Mezzanine) que suben un 522%. Cada vez es mayor el parecido entre las primeras etapas de financiación. Una explicación posible a esta divergencia tiene que ver con el aumento de flujos de caja negativo que empiezan a aparecer en las startups, que está haciendo que necesiten con mayor antelación inyecciones de capital para seguir con su actividad, provocando rondas de financiación con menor valor que las anteriores o insuficientes.

5.2 DESMESURADO VALOR ESPECULATIVO.

Las dudas sobre una burbuja también están fundamentadas ante la falta de consonancia entre el valor de las empresas y su capacidad para generar beneficio, puesto que en EEUU hay 103 startups valoradas en más de mil millones de euros. La carrera por encontrar el nuevo Facebook ha puesto en un segundo plano conceptos financieros básicos que indicaban el valor real de una empresa como los márgenes operativos o los flujos de caja futuros. Ahora parece que es la especulación la que hace estas compañías, que a pesar de ni siquiera estar cerca de mostrar beneficio, reciban valoraciones alejadas de su valor real de mercado. Un ejemplo de la rapidez de valoración que sufren estas empresas es Uber, que en apenas seis meses pasó de valer 17M€ a 40M€.

Los expertos en una de las páginas de emprendimiento de mayor interés (Techcrunch, 2015) coinciden que de existir una burbuja no tiene nada que ver con la del año 2000, y avisa que los grandes perdedores serán los trabajadores y fundadores, no los Venture Capital.

Estos expertos se basan en la siguiente idea que recoge la revista web Techncrunch "there is reasonable sanity prevailing in the public markets as the tech bubble, at large, is being driven by the surge in late stage VC financings." Y es que hay un aumento evidente del tiempo hasta que una start-up se hace pública ya se maduran más los tiempos que en el año 2000 cuando se hacían públicas antes de dar ingresos. También el número de OPVs se ha reducido considerablemente y aquellas que han llevado a cabo la OPV son más rentables que nunca.

Si es verdad que el número de operaciones de inversión y las cuantías de inversión llevadas a cabo por los Venture Capital se están acercando a los niveles del 2000. Esto unido a que el índice NASDAQ se encuentra en una tendencia alcista sin precedentes en la historia (P/E de 36,5) nos podría augurar una catástrofe financiera inminente que hiciera perder a los inversores de la industria todo su dinero de la noche a la mañana; sin embargo esta es la diferencia más significativa con respecto al año 2000, puesto que no lo harán.

En el caso de que la explote la burbuja por la mala praxis de la financiación privada y estimación de valor de las compañías, serán los mercados privados de capitales quien más la sufran. Mientras que siga el aumento del valor de las empresas sin ningún tipo de fundamento que lo sujete, el dinero real invertido será una fracción del valor total erróneamente estimado. Cuando comience la fase de liquidación los inversores de Venture Capital tendrán la gran oportunidad de recuperar su dinero y algo más, puesto que suya no es la culpa de la especulación en el valor de las compañías, al menos sobre el papel.

Las firmas de Venture Capital se han estado protegiendo en los últimos años con derechos preferentes, antes y después de producirse una liquidación, para asegurarse beneficios por la inversión; ya que cada vez es mayor la creatividad en la asignación de

derechos cuando se formalizan los términos al realizar una ronda de financiación. El Venture Capital pone los términos del acuerdo y la valoración la deja para el resto.

El resto son accionistas, trabajadores y fundadores de la compañía que son además propietarios de la misma y que carecen por tanto de optar al beneficio que te da el poseer derechos preferentes en la liquidación.

Todos ellos calculan su beneficio en base al valor de la compañía a precio de mercado, si este valor es irreal, habrán sufrido los efectos negativos de la especulación siendo propietarios de papel, puesto que las acciones no valdrán nada. Además el último dato de empleo de los EEUU muestra que ya más del 12.5% de la población ocupada trabaja en la industria del Venture Capital. La gran motivación hacia esta industria se debe a que perciben retribuciones en forma de acciones de estas compañías, por lo que a día de hoy el nivel de salarios en este ecosistema es muy elevado. Sin embargo no son conscientes que en el largo plazo habrá serias correcciones en las valoraciones de las compañías y sólo los Venture Capital habrán recuperado la inversión realizada.

5.3 ANÁLISIS TÉCNICO DEL NASDAQ

Tras romper la barrera de los 5000 puntos saltaron las alarmas en el índice industrial tecnológico de EEUU, con un actual valor de 9,1 billones de euros. Las comparaciones son odiosas y es que la última vez que se alcanzaron estos niveles fue en el año 2000, un mercado donde habían aumentado rápidamente los precios de los activos y que precedía a un colapso en los precios ante semejante exuberancia irracional y entusiasmo que no se correspondía con el aumento de valor real de estos activos.

Ratio Precio Beneficio (PER) relaciona el precio de una acción de una compañía con su beneficio por acción en un periodo de tiempo determinado. Si este ratio es elevado puede, o bien indicar una sobrevaloración del precio de la acción de una compañía, o bien que el mercado descuenta crecimiento de beneficios o tiene expectativas alcistas respecto al valor. En el caso de las empresas tecnológicas, se caracterizan por tener PERs más altos en comparación con otras industrias, debido a la naturaleza de su negocio [...] En el año 2000 en sector tecnológico llegó tener un PER de 157x. En el 2015 está en 27, más cercano a la media del NASDAQ con 19,1x (se necesita esperar 19,1 años para recuperar la inversión, asumiendo varias constantes).

Ratio Precio Valor Contable (PVC) compara el valor actual de una compañía con su valor en libros (valor contable de sus activos menos los pasivos). Un desequilibrio en este ratio podría mostrar activos sobrevalorados (si PVC fuera inferior a la media del sector) que infiere que los accionistas percibirían más por los activos que por la valoración en bolsa en caso de proceso de liquidación. En el 2000 es de 6,7 y en el 2015 de 3,9.

La diversificación en las carteras reduce riesgo. En el año 2000 el sector tecnológico representaba el 64,9% del NASDAQ, cifra que ha bajado hasta el 43,3%, reduciendo la volatilidad inherente que caracteriza a la tecnología y más concretamente en este índice que es ligeramente más alta que el resto de índices estadounidenses.

Esta vez el resto de índices de EEUU (Dow Jones, SP 500) también han experimentado el rally alcista de las bolsas americanas promovido por las políticas monetarias expansivas, llevadas a cabo por la Reserva Federal (FED¹⁹), a través de las medidas cuantitativas no convencionales de inyección de liquidez en los mercados financieros. Esto ha permitido reducir los diferenciales de deuda y favorecer la toma de riesgos por parte del inversor. En el año 2000 mientras que el NASDAQ continuaba su subida, el resto de índices estaban en la tendencia opuesta.

Sin duda el sector que puede hacer explotar la burbuja en caso de producirse sería el de la biotecnología ya que ha experimentado un crecimiento rápido del 500% en cuatro años y tiene un PER de 40. Sin embargo el daño se vería limitado ya que es un sector que apenas representa el 10,4% del NASDAQ.

El hecho de que EEUU esté inmerso en un mercado alcista no infiere que estemos ante una burbuja; la preocupación viene por el lado del análisis de la economía americana desde un punto de vista macroeconómico, ya que hay algo que está fallando en el

¹⁹ FED: "La Reserva Federal, o para ser más exactos el Sistema de la Reserva Federal (también conocido informalmente como la FED), es el banco central de los Estados Unidos. El Sistema de la Reserva Federal fue creado por el Congreso de los Estados Unidos en diciembre de 1913 con el objetivo de ofrecer al país un sistema monetario y financiero más seguro, flexible y estable. La Reserva Federal es una entidad privada e independiente del Gobierno de los Estados Unidos." (Expansión, 2014)

sistema. Estados Unidos no puede seguir manteniendo este nivel de crecimiento por razones endógenas y exógenas:

- El dólar fuerte crea déficit por cuenta corriente e incrementa los costes de transacción de las empresas multinacionales americanas. Además, a estos niveles el mercado es más exigente y si las empresas exportan menos se verá reflejado en los resultados y el mercado podría castigar.

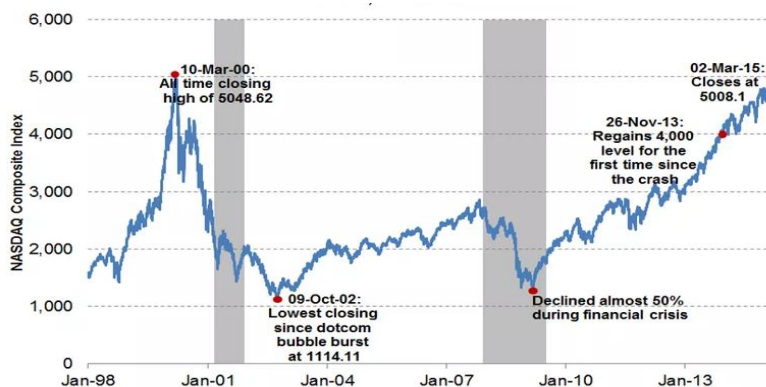
- La economía de la zona Euro es inestable, con países aun muy mermados por la crisis del 2008, con empleo bajo y muy endeudados, lo que apunta a que el ajuste en los balances debe continuar, en línea con el apoyo de la relajación cuantitativa impulsada por el BCE. Estas medidas chocan con el riesgo político de la periferia y Francia, que podrían interrumpir el proceso.

China no cumple con las expectativas de crecimiento del 7%, y viene de crecer al 10%. Decepcionan sus exportaciones a EEUU y Europa, pero es una economía con mas margen (pueden bajar más los tipos) para aplicar una política monetaria expansiva, mediante tipos de interés, por ejemplo.

- Con tipos de interés en mínimos históricos, la FED deberá proceder a subirlos ante el riesgo que implicaría mantenerlos durante más tiempo. Esta subida tendrá consecuencias negativas puesto que congelaría la economía del país. El retraso en la subida de tipos de interés indica que la economía americana no tiene el suficiente empuje como para subirlos en Junio, como se esperaba. Pero el problema del cuando sigue latente y una subida de tipos en Septiembre podría generar periodos de alta volatilidad en los mercados mundiales. El dólar tenderá a fortalecerse contra el euro debido a las divergencias temporales en la política monetaria. Estos dólares vendrán de economías emergentes que podrían sufrir salidas de capitales. El mayor riesgo que se puede cometer es subir los tipos antes de tiempo.

- La economía es cíclica, el tiempo de duración medio aproximado de los ciclos es de 59 meses. Desde el año 2008 llevamos ya 84.

Debido a estos factores es probable que el índice NASDAQ experimente rendimientos marginales decrecientes con una tasa menor del crecimiento del 7,4% en el 2015 con respecto al 14,75% del año anterior.



Fuente: (NASDAQ)

Información: las dos sombras grises son los periodos de recesión. Vemos como el NASDAQ ha tardado 15 años en llegar a los 5000.

5.4 A FAVOR O EN CONTRA

Tras realizar un análisis coyuntural de la situación financiera de los mercados americanos estos son los argumentos de mayor peso para justificar con fundamentos suficientes si se inclina por una postura u otra a la hora de decidir si nos encontramos inmersos en una burbuja tecnológica como la del año 2000 o todo lo contrario.

La duda está en saber que si este entusiasmo por los nuevos modelos económicos basados en la innovación tecnológica que están provocando especulación en las valoraciones de compañías es exactamente el mismo entusiasmo que había en los años 90 por el internet.

En contra:

1- Las compañías tardan más tiempo en ser públicas. En la burbuja del año 2000 la mayoría de empresas que realizaban la IPO no habían sido capaces de generar ingresos.

2- En el año 2000 la industria del Venture Capital destacaba por su poca efectividad inversora producida por el exceso de capitales que llegó a reunir más de 100MM€. En el último año ha experimentado un crecimiento exponencial pero sigue lejos de los niveles máximos de hace 15 años

3- Desde el año 2007 el número de inversiones realizadas por los Venture Capital ha ido disminuyendo mostrando cierta selectividad en los proyectos de inversión. Nada que ver con las dos mil inversiones realizadas en el 2000. Destacar como información relevante que las etapas tempranas de financiación mantienen desde 2010 subidas considerables.

4- Aunque las firmas de Venture Capital estén invirtiendo más dinero en la industria poco se asemeja a los niveles del año 2000. Ahora la inversión está subiendo, pero el número de inversiones no ya que la inversión se concentra en las grandes operaciones.

A favor:

1- Los inversores cada vez eligen las etapas finales de financiación para llevar a cabo el desembolso de capitales. Esto tiene una consecuencia negativa y es el de aumentar la probabilidad de fracaso en la inversión, como ya pasara en el año 2000

2- La valoración de las compañías privadas siguen subiendo. Es un problema que radica desde la base cuando en las rondas previas de financiación a una OPV, se está produciendo un aumento de valor de la compañía tras llevar a cabo la inversión. Valor que se dispara tras realizar el OPV, llegando a una media que supera en casi 300MM€ a la valoración media en el año 2000

3- Claro desequilibrio entre el nivel de valoración y la recaudación de fondos por los Venture Capital. La valoración crece a un ritmo muy superior a la capacidad de las firmas de capital riesgo de captar capitales para seguir invirtiendo.

4- Las últimas etapas de financiación de las startups han sido las que más han aumentado su valor respecto al de las OPVs y Fusiones Adquisiciones. Además estas últimas operaciones también han experimentado una subida en el precio final por acuerdo.

5- La causa de tener mayores valoraciones en las últimas etapas de financiación reduce los beneficios futuros de la inversión, puesto que se descuentan antes en forma de aumento de Valor al no ser aún pública.

6. CONCLUSIÓN

Tras llevar a cabo un análisis de investigación de la industria del Venture capital para el análisis comparativo entre la burbuja del año 2000 y la posible del 2015, hemos sacado mucha información de interés que bien podría servir como guía para comprender el funcionamiento de estas firmas de capital riesgo.

A través de la Historia hemos podido asimilar el proceso evolutivo que ha seguido la tecnología y el Venture Capital, sin duda muy ligados. El aumento de estas empresas ha provocado que el sector tecnológico cambie al compás de nuevas ideas innovadoras que buscan la eficiencia y el progreso del sector.

Este cambio no hubiera podido producirse de no contar con la financiación de los Venture Capital, que desde su postura inversora centrada en la rentabilidad, es uno de los actores principales culpables del rápido y continuo crecimiento, de una industria tecnológica que es hoy en día el sector de mayor valor actual y con mejor perspectiva de futuro.

Sin duda esta nueva economía ha pasado de producir cambios coyunturales a estructurales en el funcionamiento de mercado. En nuestro caso hemos podido ver ese proceso de cambio en la industria que hemos analizado; se puede apreciar en lo relativo a la financiación, tipos de inversores tradicionales van dejando cuota de mercado a otros más modernos como el crowdfunding por ejemplo, sectores emergentes como la industria del juego están desbancando a otros como el e-commerce, y si antes se invertía más en etapas iniciales de las empresas ahora hay mucha mayor relevancia en los últimos debido a la disminución de asunción del riesgo. Es un industria que si por algo destaca es por su flexibilidad a la hora de adaptarse a un entorno cambiante y poco estable en el tiempo como es la tecnología.

Sin duda en lo que compete a este hecho, sólo hace falta indagar en los portfolios de las firmas más importantes para ver cómo han sido historia viva de Internet antes del año 2000; y cómo lo son ahora de otro tipo de productos y servicios (Big Data, Software, Sistemas API)

Desde Silicon Valley los Venture Capital mueven los mercados a su ritmo, invierten, sacan compañías a bolsa, crean tendencias de inversión e incluso provocan alarmas en la saturación del sector que puede desencadenar una burbuja.

Ligado con esto último, sin duda es la parte más interesante para llevar a cabo conclusiones. No he podido concluir diciendo si es o no una burbuja como lo fue la del año 2000, puesto que la complejidad de los mercados actuales no me permite dar una respuesta. Sin duda el riesgo especulativo es evidente y está muy latente, pero se denota una mayor calma en la industria con menor afán por un menor número de actores de hacerse rico en poco tiempo, en cambio veo mayor interés de poder.

El juego de poderes que hay en este ecosistema está producido por algo tan sencillo como convertirse en el actor que adquiera mayor poder sobre las fuentes o recursos tecnológicos. Y es que ya dijimos al comienzo de este trabajo, estamos enseñando al viejo mundo como hacer las cosas en el nuevo.

La mayor dificultad que encuentro de los Venture Capital es el de encontrar una start-up potencialmente rentable, y creo que el factor suerte influye considerablemente, sin desmerecer a estos inversores. Además cuentan con la característica de tener un protocolo de operaciones muy claro: buscar donde invertir, invertir y recuperar la inversión. Es por ello que se puede intuir que el ascenso de relevancia de esta industria en comparación con otras, tenga mucho que ver con lo que acabamos de decir de una estructura de sólida de actividad. Algo muy rentable en periodos inestables como el vivido tras el 2008. Además a este factor se une el hecho de que la tecnología, principal negocio de las Venture Capital, no se vio muy mermado en este periodo.

España ratifica este sector al alza ya que es un país poco innovador, por lo que ofrece un gran número de oportunidades para estas compañías de riesgo, el recorrido en nuestro país no ha hecho más que empezar. Y este ejemplo es aplicable para todos los países que no sea EEUU puesto que tiene una industria más madura.

El futuro de esta industria dependerá de la capacidad de seguir creando productos y servicios por parte de los jóvenes innovadores. Cada vez las firmas de Venture Capital serán más exigentes en la selección de sus inversiones, y tenderán a reducir el número de sectores menos rentables, buscando más la calidad que la cantidad. Esto puede reducir ese riesgo especulativo que se ha instaurado en las empresas tecnológicas financiadas por el Venture Capital, pero cada vez será más difícil repartir rentabilidades decrecientes, con el tiempo, entre el creciente número de actores del ecosistema.

Bibliografía

- ABC. (9 de Octubre de 2014). Obtenido de <http://www.abc.es/tecnologia/moviles-aplicaciones/20141007/abci-facebook-whatsapp-cierre-compra-201410070412.html>
- ASCRI España. (2013). Obtenido de http://www.ascr.org/wp-content/uploads/2014/09/20140611_174143_1262227914.pdf
- BBC. (15 de Diciembre de 2010). *news.bbc.co.uk*. Obtenido de <http://www.businessinsider.com/heres-why-the-dot-com-bubble-began-and-why-it-popped-2010-12>
- CB insights. (2 de Marzo de 2015). Obtenido de <https://www.cbinsights.com/blog/billion-dollar-startup-venture-capital/>
- Corporation, F. D. (25 de Octubre de 2007). *FDIC*. Recuperado el 23 de Mayo de 2015, de https://www.fdic.gov/regulations/examinations/trustmanual/appendix_c/appendix_c.html#_toc497113665
- Droke, C. (16 de Marzo de 2000). *gold-eagle*. Obtenido de <http://www.gold-eagle.com/article/new-economy-vs-old-economy>
- Economipedia. (19 de Febrero de 2013). *Economipedia*. Obtenido de <http://www.economipedia.com/sociedad/burbuja-de-las-punto-com.html>
- Emprendedores. (2012). Obtenido de <http://www.emprendedores.es/gestion/escalabilidad-de-un-negocio>
- Entrepreneur*. (19 de Febrero de 2015). Obtenido de <http://www.entrepreneur.com/article/242702>
- España, ASCR. (2014). Obtenido de http://www.ascr.org/wp-content/uploads/2014/09/20140611_174143_1262227914.pdf
- Expansión. (2014). *expansion*. Obtenido de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/reserva-federal.html>
- Federal Reserve Bank, S. F. (Enero de 2002). *frbsf*. Obtenido de <http://www.frbsf.org/education/publications/doctor-econ/2002/january/federal-funds-discount-rate-2001>
- Forbes. (27 de Noviembre de 2012). Obtenido de <http://www.forbes.com/sites/tanyaprive/2012/11/27/what-is-crowdfunding-and-how-does-it-benefit-the-economy/>
- Forbes. (25 de Marzo de 2015). Obtenido de <http://www.forbes.com/sites/alexkonrad/2015/03/25/midas-top-ten-list-2015/>
- Forbes. (30 de Abril de 2014). *forbes*. Obtenido de <http://www.forbes.com/sites/mgiresearch/2014/03/04/the-future-of-venture-capital-tech-valuations-and-the-fate-of-tech-incumbents-conversation-with-bill-janeway/>
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2004). *The Venture Capital Cycle*. Massachusetts: MIT press.
- investment, V. (s.f.). Obtenido de <http://www.venture-capital-investment.co.uk/venture-capital-investment-criteria.php>
- Investment, V. (s.f.). Obtenido de <http://www.venture-capital-investment.co.uk/venture-capital-investment-banking.php>
- Investopedia. (s.f.). Obtenido de <http://www.investopedia.com/terms/a/angelinvestor.asp>

Investopedia. (s.f.). *Investopedia*. Obtenido de <http://www.investopedia.com/terms/e/ecommerce.asp>

Lerner, J. (Octubre de 2013). *Harvard Business Review*. Obtenido de <https://hbr.org/2013/10/corporate-venturing>

Mattermark. (2015). *info.mattermark*. Obtenido de <http://info.mattermark.com/q1-2015-mid-quarter-review-startup-funding-report-mattermark>

Ministerio de . (s.f.).

Ministerio de Economía y Competitividad. (24 de Mayo de 2013). *ico*. Obtenido de <https://www.ico.es/web/ico/fond-ico-global>

Moncloa, L. (18 de Marzo de 2015). Obtenido de <http://www.lamoncloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/mineco/Paginas/2015/180315-fondico.aspx>

MyCapital. (2015). Obtenido de https://www.mycapital.com/companies/venturecapital101_4.php

NASDAQ. (s.f.). Obtenido de http://marketrealist.com/analysis/etf-analysis/us-equities/large-cap-us-equity-etfs/charts/?featured_post=313113&featured_chart=323945

Novoa, J. (30 de Abril de 2015). *novobrief*. Obtenido de <http://novobrief.com/venture-capital-spain-q1-2015/>

NovoBrief. (30 de Abril de 2015). *novobrief*. Obtenido de http://novobrief.com/wp-content/uploads/2015/04/startup_investments_spain_Q12015.png

OECD. (26 de Agosto de 2004). *stats.oecd.org*. Obtenido de <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6267>

Porter, M. (1979). Obtenido de <http://strategiccfo.com/wikicfo/threat-of-new-entrants-one-of-porters-five-forces/>

Quittner, J. (8 de Agosto de 2014). *Inc*. Obtenido de <http://www.inc.com/jeremy-quittner/corporate-venture-capital-drives-innovation-for-big-companies.html>

Reserve, F. (22 de Noviembre de 2013). *Federal Reserve History*. Obtenido de <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/48>

Rocketlawyer. (2015). Obtenido de <https://www.rocketlawyer.com/article/how-the-ipo-process-for-startups-works.rl>

Statista. (2015). *statista*. Obtenido de <http://www.statista.com/statistics/193290/unemployment-rate-in-the-usa-since-1990/>

Stock Market, N. (s.f.). *nasdaq*. Obtenido de <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/n/nasdaq-stock-market>

SVB Capital. (Diciembre de 2011).

Tech.co. (2015). Obtenido de <http://tech.co/top-vc-firms-to-pitch-your-startup-to-2015-02>

Tech.eu. (12 de Enero de 2015). Obtenido de <http://tech.eu/features/3584/spanish-vc-investments-data-analysis-2014/>

Techcrunch. (24 de Mayo de 2015). Obtenido de <http://techcrunch.com/2015/05/24/who-will-be-hurt-most-when-the-tech-bubble-burst-not-vcs/#.tflhq:V4WB>

Techopedia. (2015). Obtenido de <http://www.techopedia.com/definition/27815/crowdfunding>

Techrepublic. (16 de Noviembre de 2010). *techrepublic*. Obtenido de <http://www.techrepublic.com/blog/10-things/the-10-biggest-tech-scandals-of-the-decade/>

Times, N. Y. (24 de diciembre de 2000). *nytimes*. Obtenido de <http://www.nytimes.com/2000/12/24/opinion/the-dot-com-bubble-bursts.html>

Venture Watch. (2015). Obtenido de <http://tech.eu/wp-content/uploads/2015/01/Top-10-industry-sectors-VC-Spain-20131.png>

WebCapitalRiesgo. (2013). Obtenido de

https://www.webcapitalriesgo.com/dos.php?activo=M1&pagina_noticias=noticias/ene-mar-2015/140115_6_8386.htm

Yun-shu TANG, Y. T. (Julio de 2008). *Science Direct*. Obtenido de

<http://www.sciencedirect.com/science/journal/18748651/28/7>