

Valoración de *startups*

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

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

Valor *premoney* y *postmoney*

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

Caso valores premoney y postmoney

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

Comentario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Flujos de caja descontados	Árboles de probabilidad
<p>El descuento de flujos de caja es el sistema más empleado para valorar empresas. Se basa en la idea de que el valor de un negocio es igual a la caja que es capaz de generar, y así consiste en obtener una proyección de los flujos que se obtendrán a lo largo de un horizonte temporal determinado y un valor terminal en adelante. Estos valores se descontarán al día de hoy con una tasa que refleje el riesgo asociado a tales flujos.</p>	<p>El recorrido de una <i>startup</i> es altamente incierto. Por esta razón se suele emplear un método de valoración en el que se despliegan los distintos escenarios que pueden presentarse en la <i>startup</i> y se les asigna una probabilidad. Cada escenario tendrá sus propios flujos de caja que, ponderados por su probabilidad y descontados con una tasa de descuento media de la industria, nos ofrecerán una valoración del negocio con la misma lógica que el sistema anterior.</p>
Comparables	Opciones reales
<p>Este sistema se basa en la creencia de que es posible encontrar una empresa similar a la que debemos valorar y cuyo valor es conocido. Así, disponiendo de ese dato y haciendo los ajustes oportunos podríamos llegar a una valoración del negocio que nos ocupa.</p>	<p>Las opciones son contratos en los que una parte dispone del derecho a comprar o vender un activo en un momento posterior y a un precio dado. El propietario del contrato tiene la opción, pero no la obligación, de ejercitarlo y de ahí viene su nombre.</p>

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

Problemas en la valoración de una *startup*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Cómo aumentar la valoración

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

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

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

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

Para ilustrar la gestión por hitos emplearemos un ejemplo.

Caso: Aparato médico inalámbrico I

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

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

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

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

Comentario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El tiempo como aliado de la valoración

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

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

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

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

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

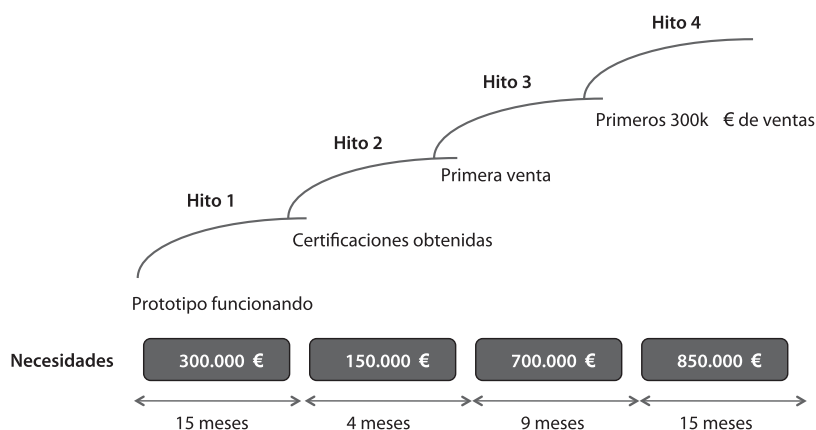
Hay que salir a buscar financiación cuando se esté alcanzando el último hito planificado y con tiempo suficiente para que no se agote la caja de la compañía.

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

Caso: Aparato médico inalámbrico II

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

Caso: Aparato médico inalámbrico. Plan de hitos



¿Cuál sería la mejor estrategia de financiación?

Comentario

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La cantidad solicitada como aliada de la valoración

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

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

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

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

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