

## **LAS START-UP DE LA NUEVA ECONOMIA .EL CAPITAL RIESGO COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN.**

\*De Miguel Domínguez José Carlos. [eccharba@usc.es](mailto:eccharba@usc.es).

\*Miranda Torrado Fernando M.. [ladeira@usc.es](mailto:ladeira@usc.es).

\*Pallas González Julio. [juliopa@usc.es](mailto:juliopa@usc.es)

\*Ramos Calvo. [ecarac@usc.es](mailto:ecarac@usc.es)

- \* Departamento de Métodos Cuantitativos para a Economía e a Empresa.  
Facultad de Ciencias Económicas.  
Universidad de Santiago de Compostela

### **PALABRAS CLAVE:**

Start-Up, Capital Riesgo, Nueva Economía, Tecnología, Proyecto.

### **RESUMEN:**

Los descubrimientos e innovaciones que surgen en el campo de la alta tecnología, han provocado el nacimiento de muchos proyectos empresariales, y en gran medida el fracaso de estos, sobre todo en las primeras fases de desarrollo del negocio-Start-up-, e incluso en fases mucho más avanzado del negocio, tal y como se pudo observar con empresas de las TIC, lo que se dio en llamar el globo tecnológico. Revisando la bibliografía sobre el tema, tratamos de determinar cuales son las características que debe tener una empresa tecnología en su fases de nacimiento, para tener posibilidades de futuro y por lo tanto que sea atractivo para el capital inversor. Una de las formulas más usadas para financiar este tipo de proyectos es el capital riesgo, que tiene unas características determinadas que se revisan a lo largo de la comunicación.

## 1.- INTRODUCCIÓN

Los descubrimientos e innovaciones que surgen en el campo de la alta tecnología, son los propulsores de las grandes transformaciones que viene experimentando la sociedad y por lo tanto la economía en los últimos 20 años, el peso relativo de estos sectores en la economía no cesa de crecer y será mayor este peso en el futuro. Algunos de estos sectores , como el de las tecnologías de la información y comunicación (TIC), son ya una realidad palpable, con un enorme potencial, mientras que otros como la biotecnología, la comercialización de sus avances todavía esta comenzando.

Los efectos de la difusión e implantación de las nuevas TIC y la explosión de Internet, han propiciado transformaciones tan profundas en la economía mundial y en la sociedad en general que mucha literatura económica ya habla de una nueva economía. El impacto de este fenómeno, ha favorecido a la emergencia a nivel mundial, en primer lugar en América y debido al proceso de integración e Unión Monetaria , en los últimos años en Europa, de un resurgir emprendedor que ha cristalizado en múltiples iniciativas empresariales en los sectores de alta tecnología.

Sin embargo la creación de empresas de alta tecnología no puede considerarse como un fenómeno novedoso. Cada revolución industrial ha conllevado la emergencia de empresas emprendedoras innovadoras que han actuado de plataforma de la nuevas tecnologías en el mercado, de esta forma las empresas de la nueva tecnología son, a la vez, causa y efecto de las transformaciones sociales y económicas inducidas por el cambio tecnológico ya que nacen de estas y al mismo tiempo actúan como elementos de difusión en la economía y en la sociedad.

Crear una nueva empresa nunca es una tarea fácil puesto que requiere gran cantidad de tramites y un notable esfuerzo por parte del emprendedor para lograr poner en marcha su negocio. Estos esfuerzos son especialmente importantes cuando se trata de empresas con una importante variable tecnológica, provocado por las características de

este tipo de empresas, entre las cuales podemos enunciar una serie de estas características extraídas de la revisión de diferente literatura sobre el tema:

- Gran parte de estas empresas son de una fuerte base tecnológica con una relación costes fijos/ costes variables muy alta, es decir que una vez puesta en marcha, el coste relativo de producir una unidad mas es bajo.
- Son empresas que frecuentemente necesitan incurrir en gastos iniciales elevado antes del lanzamiento para desarrollar y comercializar el producto /servicio con el fin de aprovechar la oportunidad tecnológica y entrar en el mercado rápidamente. Por este motivo, con frecuencia requieren un volumen considerable de capital para poder operar “en vacío” hasta que su producto/ servicio se desarrolle y comience a comercializarse de forma rentable.
- Los mercados en los que operan son mercados poco maduros y en ocasiones inexplorados por otras empresas, lo que aumenta la incertidumbre con relación a las empresas tradicionales.
- Esta incertidumbre se ve incrementada de igual manera por que los sectores en los que operan son muy inestables en razón de la velocidad, integración y alcance de las innovaciones tecnológicas, que estas mismas empresas generan y propician.
- Son empresas innovadoras que introducen innovaciones en el mercado que a su vez, pueden modificar la demanda y dar lugar a la creación de nuevos mercados.
- Una importante proporción del equipo emprendedor esta compuesta por personas altamente cualificadas, debido fundamentalmente a que su ámbito de gestación y su caldo de cultivo esta fundamentalmente en los medios científico técnicos.
- En muchas ocasiones los creadores son personas jóvenes sin demasiada experiencia en el mundo empresarial, por lo tanto que desconocen aspectos administrativos, jurídicos contables etc..que son imprescindibles para la buena marcha de la empresa..
- Adoptan formulas de financiación muy específicas, tanto desde el punto de vista de su estructura financiera, como de los suministradores de

capital, (salidas a bolsa, business angels, capital riesgo, etc..) donde el capital riesgo se convierte en un factor crítico y diferenciable para el desarrollo de estas empresas.

Un notable número de proyectos de tipo tecnológico fracasan, pero en contrapartida son iniciativas que pueden ofrecer un rendimiento muy elevado sobre la inversión, a lo largo de este trabajo trataremos de ver cuáles son los factores sobre los cuales los inversores, toman la decisión de invertir en estas empresas, o por los cuales estas empresas según los inversores tiene capacidad de triunfar.

## 2.- CAPITAL RIESGO. CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS.

No es ninguna novedad afirmar que las PYMES se encuentran con serias dificultades para financiar sus inversiones a largo plazo, en la búsqueda de recursos ajenos, estas empresas se enfrentan en inferioridad de condiciones, a la hora de recabar recursos del sistema crediticio, a las grandes empresas y a la administración. La principal, y en muchos casos única, referencia de las entidades financieras para la asignación de recursos es la existencia de garantías suficientes, a lo que le hay que sumar los mayores gastos, en proporción, derivados del menor tamaño de las operaciones en las pymes.

Aunque de forma creciente se está poniendo el énfasis en las perspectivas del negocio, el factor más importante en la asignación de recursos financieros sigue siendo la existencia de garantías. Argumentando las entidades financieras, para justificar este comportamiento, que gestionan recursos que no son de su propiedad.

La financiación mediante capital riesgo (venture capital en terminología anglosajona) es una actividad financiera consistente en la oferta de financiación estable, generalmente de forma temporal y sin tener como meta el control de las empresas financiadas, con objeto de favorecer su nacimiento o expansión, siendo el objetivo del inversor la obtención de plusvalías que pudiesen originarse al vender su participación.

Como principales características de este tipo de inversión podríamos destacar su elevado riesgo pues la asignación de recursos no esta avalada por garantías de tipo personal ni real, por que ni las empresas ni sus propietarios pueden ofrecerlas, por lo menos en la cuantía necesaria para llevar a cabo la idea, otro factor de incremento del riesgo es que los recursos serán destinados fundamentalmente, a la creación y el desarrollo en las primeras fases de las empresas. Como consecuencia aparece un nuevo tipo de intermediario financiero que facilite recursos de forma estable a las empresas reduciendo y diversificando su riesgo, para ello necesita de un estudio en profundidad de las características, perspectivas y equipo directivo de la empresa solicitante, y una adecuada dispersión de este riesgo mediante la inversión en una cartera de proyectos de naturaleza similar.

Otra de las características de este tipo de inversión es la orientación hacia empresas innovadoras. Los destinatarios de este tipo de recursos son empresas que reúnan las siguientes características:

- Alto potencial de crecimiento.
- Existencia de un producto, servicio o idea que ofrezca alguna ventaja comparativa frente a sus competidores.
- Que posea un buen equipo directivo.
- Que ofrezca posibilidades reales de desinversión.

El elevado riesgo, ya comentado y la ausencia de garantías exigen un estudio detallado de todos estos puntos, que junto con otras informaciones de interés , deben aparecer recogidas en un necesario plan de negocio, que deberá realizar la dirección de la empresa solicitante.

El equipo directivo, pasa a ser la única garantía valida para el éxito del proyecto empresarial, por eso se revela como un aspecto fundamental la calidad, experiencia, honestidad y dedicación del equipo directivo.

Las entidades que participan en el capital riesgo, deben rembolsar a los inversores de sus fondos las aportaciones realizadas, por lo tanto es fundamental dentro

de este tipo de operaciones, identificar las empresas para las que sea posible encontrar compradores, es decir que exista una posibilidad real de desinversión.

Otra elemento diferenciador en el capital riesgo es que la participación es temporal y minoritaria, la inversión no suele tener carácter permanente, la idea es facilitar apoyo financiero estable en momentos en los que es difícil obtener recursos, así una vez superadas con éxitos estas etapas iniciales, los inversores de capital riesgo ceden su posición a otros tipos de inversores, recuperando su inversión inicial mas unas plusvalías como pago por el riesgo asumido. Y por otro lado el objetivo de los inversores de capital riesgo no es la toma de control, pues como norma general dentro de este sector quien entiende de su empresa es el propio empresario y el capital riesgo no pretende sustituirle.

A diferencia de otros intermediarios financieros, la aportación del capital riesgo no se limita a la inversión en recursos propios u otras formulas a medio camino entre los recursos propios y ajenos, sino que completa con un apoyo gerencial y una aportación de valor añadido, la presencia en los consejos de administración de la sociedades, además de facilitar el control de la inversión, permite canalizar experiencia de la entidad inversora ante situaciones similares afrontadas por otras entidades participadas.

Por otro lado, la presencia de un inversor profesional aporta, además de recursos propios, credibilidad ante terceros relacionados con la empresa y puede facilitar el acceso a contactos con potenciales socios, clientes y proveedores.

Una última característica de la financiación mediante capital riesgo, es la remuneración vía plusvalías, los inversores de capital riesgo buscan la desinversión de su participación cuando el riesgo de la empresa se ha reducido y pueden ser sustituidos por otros, con la venta de esas participaciones se paga el riesgo asumido y el apoyo prestado.

Ante las dificultades existentes para la desinversión de las participaciones, existen algunos inversores que prefieren participaciones permanentes en empresas, con el objetivo de rentabilizar su aportación a través de dividendos.

### 3.-FASES DE DESARROLLO DE UNA EMPRESA DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA PARTICIPACIÓN DEL CAPITAL RIESGO.

entre las fases de desarrollo de una empresa en las que el capital riesgo puede participar se encuentra:

3.1.-Semilla. De su denominación se puede intuir las principales características de la inversión en esta fase:

- La empresa esta en proceso de creación.
- No existe un producto definido, la financiación ira fundamentalmente dirigida a la definición y diseño del producto.
- El riesgo en este tipo de fase es muy elevado, se estima que aproximadamente un 70% de proyectos se abandona en esta fase,.
- Los volúmenes de inversión requeridos suelen ser reducidos en relación con los necesarios en las siguientes fases.

La participación del capital riesgo en esta fase históricamente no ha sido muy frecuente ya que al no existir un producto definido, no es posible la aplicación de criterios rigurosos de selección, normalmente como contrapartida al elevado riesgo el inversor recibe un importante paquete de accionario.

#### 3.2- Puesta en marcha-START-UP-

Financiación del inicio de la producción y de la distribución. Se participa en empresas de nueva o muy reciente creación, considerándose como tales aquellas que todavía no han empezado ha generar beneficios.

La inversión en esta fase tiene un largo periodo de maduración. Para alcanzar una dimensión que permita la venta será necesario que transcurra un tiempo considerable. Durante el periodo de puesta en marcha, las empresas suelen consumir

la mayor parte de sus recursos propios y solo un pequeño porcentaje e empresas creadas son capaces de sobrevivir.

### 3.3- Expansión.

Apoyo financiero a una empresa existente para posibilitar su acceso a nuevos productos y/o mercados o el crecimiento en los que esta introducido. Se trata de inversiones de menor riesgo y mayor volumen.

El menor riesgo viene dado por la existencia de datos históricos y referencias de proveedores, clientes y entidades financieras que reducen sustancialmente la incertidumbre. No obstante el riesgo sigue existiendo por el cambio de dimensión que se pretende conseguir.

### 3.4- Adquisición con apalancamiento.

Compras en las que una parte sustancial del precio de la operación esta financiada con deuda, en parte garantizada por los propios activos de la empresa adquirida.

### 3.5- Reorientación

financiación de un cambio de orientación en una empresa con dificultades. Normalmente lleva aparejado un cambio en el equipo directivo.

### 3.6- Capital de sustitución.

En este caso, el inversor de capital riesgo entra en el capital de una empresa para ocupar el lugar de un grupo de accionistas, por lo que no supone una entrada de nuevos recursos en la empresa. El papel del inversor financiero en este caso será sustituir a un grupo de accionistas, generalmente pasivos, para dar un nuevo empuje a la empresa.

#### 4.- START-UP TECNOLÓGICAS. CARACTERÍSTICAS ESPECÍFICAS.

Dentro de este apartado podemos diferenciar dos tipos de características de las start-up tecnológicas, por un lado las del entorno o contexto en el que se germinan y nacen estas empresas y por otro lado las de la propia empresa.

Los factores del entorno que influyen en el desarrollo de los negocios tecnológicos han sido ampliamente estudiados, se ha demostrado que el proceso emprendedor se ve especialmente facilitado por tres factores del entorno:

- La disponibilidad de tecnología.
- La disponibilidad de capital.
- El grado de asimilación de una cultura emprendedora.

Las variables que pueden indicar la disponibilidad de tecnología son entre otras, la calidad del sistema tecno-científico, el número de empresas innovadoras de alta tecnología, la relación entre la formación y el tejido empresarial, el papel dinamizador del gobierno en este aspecto entre otros.

Como ya hemos dibujado, la disponibilidad de capital es un factor crítico para el desarrollo de este tipo de negocios, y esta disponibilidad esta directamente relacionada con el desarrollo de los mercados de capital. En las empresas tecnológicas, el acceso a los recursos financieros por la vía del capital riesgo, de la inversión privada informal, de incubadoras, de bancos de inversión o de formulas de corporate venturing es un factor primordial para facilitar el avance a través de las fases de implementación y desarrollo inicial.

Independientemente de la dotación de recursos y capacidades o de la riqueza de oportunidades que posea una región o un país, la presencia de valores culturales y sociales que legitimen y alimenten una mayor tolerancia al riesgo es un rasgo distintivo de una sociedad emprendedora.

Las dificultades de creación de una empresa tecnológica no solo viene dadas o caracterizadas por el entorno sino también por su planteamiento, el cual marca una serie de características intrínsecas de una start-up tecnológica, dentro de las cuales podemos destacar las que respectan al :

- Equipo.
- Identificación de mercado.
- Recursos de capital.
- Al proyecto tecnológico - proyecto de negocio.

Normalmente, la creación y desarrollo de empresas tecnológicas no es el resultado de la acción de un individuo aislado, y además esta fórmula no es la apropiada para comprender y desarrollar el proceso de gestación e implementación de una empresa tecnológica. La trayectoria de la creación de este tipo de empresas, nos indica que el protagonismo debe recaer en un equipo de personas no en un individuo, se trata pues de un proceso de creación colectiva. Esta misma experiencia destaca que los equipos fundadores de empresas de éxito prestan un cuidado especial en incorporar individuos que posean un nivel equilibrado en tres aspectos: experiencia, competencias complementarias y encaje con el proyecto, por lo tanto que no posean y desempeñen cualidades solamente relacionadas con los aspectos tecnológicos. Otro factor, que se destaca como importante para la constitución de un equipo es la existencia de una experiencia previa conjunta de alguno de sus miembros.

Estas características de un equipo fundador son factores críticos para despertar la atención de los inversores potenciales, destacándose como activos muy diferenciadores por los suministradores de capital.

Otra de las características fundamentales para el desarrollo de una empresa tecnológica es la identificación de su mercado, muchas star-ups tecnológicas tienden a ver su mercado como un mercado grande, asumiendo que es homogéneo e incluso susceptible de ser medido, centrandos sus objetivos en alcanzar una cuota de ese mercado, convirtiéndose esta suposición en una trampa para el futuro de la empresa.

Una forma para evitar esta trampa es identificar nichos de ese mercado en los que se pueda desempeñar un papel significativo, por lo tanto, el análisis de mercado debe desembocar en definir donde se quiere ir, identificar los segmentos y precisar donde se quiere operar.

Otro elemento ya muy reiterado a lo largo de este trabajo es la necesidad de disponer de capital, ya que la implementación de empresas tecnológicas exige una implantación rápida y precisa en el mercado, lo que significa tener una capacidad para moverse rápidamente en un contexto de incertidumbre, para ello la necesidad de capital exige no disponer de los recursos mínimos y conseguir progresivamente los recursos necesarios, sino atraer desde el principio recursos financieros significativos, lo que supone uno de los retos de gestión más complejos de los proyectos de negocio tecnológico.

Otro gran problema de los proyectos tecnológicos es fundamentar la propuesta de negocio casi exclusivamente en las excelencias de la tecnología desarrollada, obviando las dimensiones estratégicas y comerciales que deben ir inherentes a una verdadera propuesta de negocio, por lo tanto su tendencia es a centrarse más en objetivos de rendimiento técnico que en el desarrollo del negocio propiamente dicho. Esta situación a largo plazo, puede producir unos efectos tremendamente perniciosos para el proyecto si lo que se pretende desarrollar un negocio, y esta debería ser la meta esencial de cualquier start-up tecnológica. Esto nos lleva a la conclusión que se debe tender más que a desarrollar un proyecto tecnológico a desarrollar un proyecto de negocio.

## 5.- VALORACIÓN DE STAR-UPS TECNOLÓGICAS.

Lo que tratamos de describir a continuación no son los diferentes métodos de valoración de las empresas, de manera exhaustiva, ni su funcionamiento, sino cuales son los parámetros a estudiar y vigilar por una entidad de capital riesgo a la hora de depositar su fondos en una u otra inversión y más especialmente de las empresas

tecnológicas, o de las empresas con un rendimiento potencial muy alto, todo ello basándonos en la revisión del modus operandi de las empresas de capital riesgo radicadas en Galicia, entre otras Ges-Caixa Galicia y Xesgalicia (Sociedad Gestora de entidades de capital riesgo).

Los criterios de selección de inversiones o puntos relevantes de estas operaciones se pueden resumir en los siguientes apartados:

Por un lado unos criterios iniciales.

- Grado de desarrollo de las empresas en las que se invierte.

Fundamentalmente se revisan tres grados de desarrollo de la empresa, desarrollo inicial, de crecimiento y consolidación. Revisando para cada uno de estos niveles los parámetros de tamaño de la empresa, crecimiento potencial, nivel de riesgo, objeto de la financiación, tamaño de la operación., que se pueden resumir en el siguiente cuadro.

Grado de desarrollo de la empresa en la que se invierte

	Empezando	Creciendo	Consolidada
Tipo de Inversor	Semilla y arranque	Expansión	Sustitución
Tamaño de la empresa	pequeño	Medio	Alto
Crecimiento potencial	Muy alto	Alto	Medio
Nivel de Riesgo	Muy alto	Medio alto	Medio
Objeto de la Financiación	Lanzamiento	Crecimiento	Mayor componente Financiero
Tamaño de la Operación	Menor	Mas grande	Mayor

- Instrumentos de Inversión. Entre otros Acciones Ordinarias, Acciones preferentes o prestamos participativos.

- Otros factores. Entre otros factores a analizar se encuentra, el grado de concentración del capital, el horizonte temporal de la inversión, etc..

Por otro lado unos criterios comunes dentro de los que destacan:

- El equipo humano: equipo directivo y equipo promotor. Se puede catalogar como el criterio mas importante, destacando la calidad del equipo directivo.
- Proyecto: analizando la empresa y la oportunidad de negocio.
- El planteamiento de salida. La desinversión.
- Precio: valoración y los retornos esperados.

En resumen que estemos hablando de una start-up que sea atractiva para los inversores de capital riesgo, nos referimos a un plan de negocio sólido, a una proposición de valor completa, a un conocimiento claro de mercado, a una excelencia a nivel técnico, un modelo de negocio claramente definido y a un buen equipo de management.

Así pues todo sigue prácticamente igual a la hora de ser susceptible de inversión ya sea una start-up de la nueva economía o de la vieja economía, salvo con unos apuntes de la nueva economía, que se hacen notar en la importancia del componente tecnológico y el dinamismo en los modelos de negocio, que puede implicar unos nuevos conceptos de análisis financiero.

## BIBLIOGRAFÍA:

ALCALA OLID, F (1995): el capital riesgo en España: Análisi del procedimiento de actuación, Cívitas, Madrid.

DOMÍNGUEZ, J.R. (1974): Venture Capital, Lexington Books, Lexington (Mass).

MARTÍ PELLÓN, J. (2000): el capital inversión en España 1999, Cívitas, Madrid.

MARTÍ PELLÓN, J. (1987): el capital riesgo: un análisis conceptual y formal aplicado a España y a los principales países industrializados, Universidad Complutense. Madrid.

ROURE J. Lanzamiento de negocios tecnológicos, algunos déficits de planteamiento. Iniciativa emprendedora nº 30. Deusto.

[www.ascr.org](http://www.ascr.org).

[www.caixagalicia.es](http://www.caixagalicia.es)

[www.pastorclie.com](http://www.pastorclie.com).

[www.webcapitalriesgo.com](http://www.webcapitalriesgo.com)

[www.xesgalicia.es](http://www.xesgalicia.es).