



Guía práctica para inversores en empresas de reciente creación

Antonio Manzanera
Alicante, 15 de marzo de 2012

www.finanzasparaemprendedores.es
Twitter: @manzanerame



El capital riesgo ofrece unas posibilidades de rentabilidad desconocidas en otros tipos de inversión



Ejemplos de empresas



Futura

Actividad

- Aerolíneas

Inversión

12 M €

Salida

70 M €



Iberchem

- Aromas y fragancias

7 M €

35 M €



Sedal

- Cartuchos cerámicos para grifería

6 M €

30 M €



Matcon

- Gran contenedor

15.000 £

2,5 M £

Si bien en otras ocasiones las empresas no tienen éxito...

De hecho...



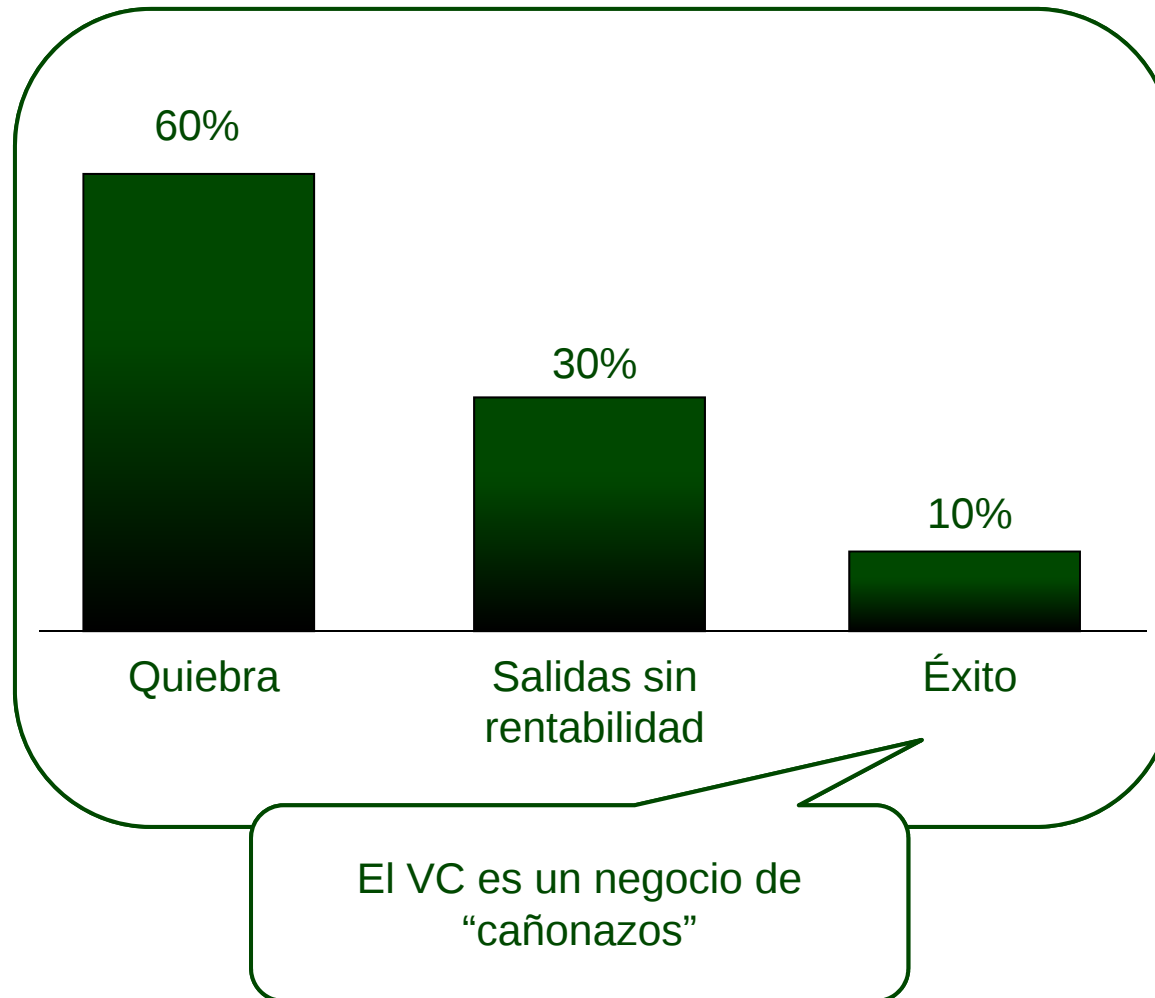
“El 70% de las empresas creadas en España no llegan al cuarto año de vida”

Salidas típicas de un VC en operaciones tecnológicas

Caso norteamericano



Salidas típicas de un VC en operaciones tecnológicas



- Se financian aproximadamente 6 de cada 1.000 proyectos recibidos
- Lo más normal es que la empresa financiada acabe cerrando
- El 10% de los proyectos realizados tiene éxito, y compensa el resto de operaciones en las en el mejor de los casos se recupera lo puesto

Fuente: "High Tech Start Up", John L. Nesheim

¿Qué tipos de operaciones pueden ofrecer una rentabilidad tan alta?

Equipo directivo

- Directivos motivados, experimentados, comprometidos con el proyecto y conocedores del mercado
- Respaldados por un historial de buenos resultados

Ventajas de la empresa

- Posicionamiento único (patentes, licencias...) con altas barreras de entrada para competidores
- Ventajas competitivas difíciles de copiar (costes bajos, marca reconocida...)
- Tecnología propia, *know-how*, fondo de comercio...

Mercado

- Mercados grandes (telefonía...)
- Mercados con grandes tasas de crecimiento (energías renovables...)

Plan de negocio

- Enfocado en el crecimiento y el valor
- Realizable
- Creíble y argumentado

El capital riesgo busca proyectos empresariales de largo recorrido, creíbles y en sectores en crecimiento

Invertir en start-ups es divertido y puede ser rentable, pero...

La inversión semilla en una startup pone al inversor en una situación peculiar



Se encontrará en minoría en el capital

Existe una gran dependencia de la figura del emprendedor

El tiempo ha demostrado que la valoración fue excesivamente alta

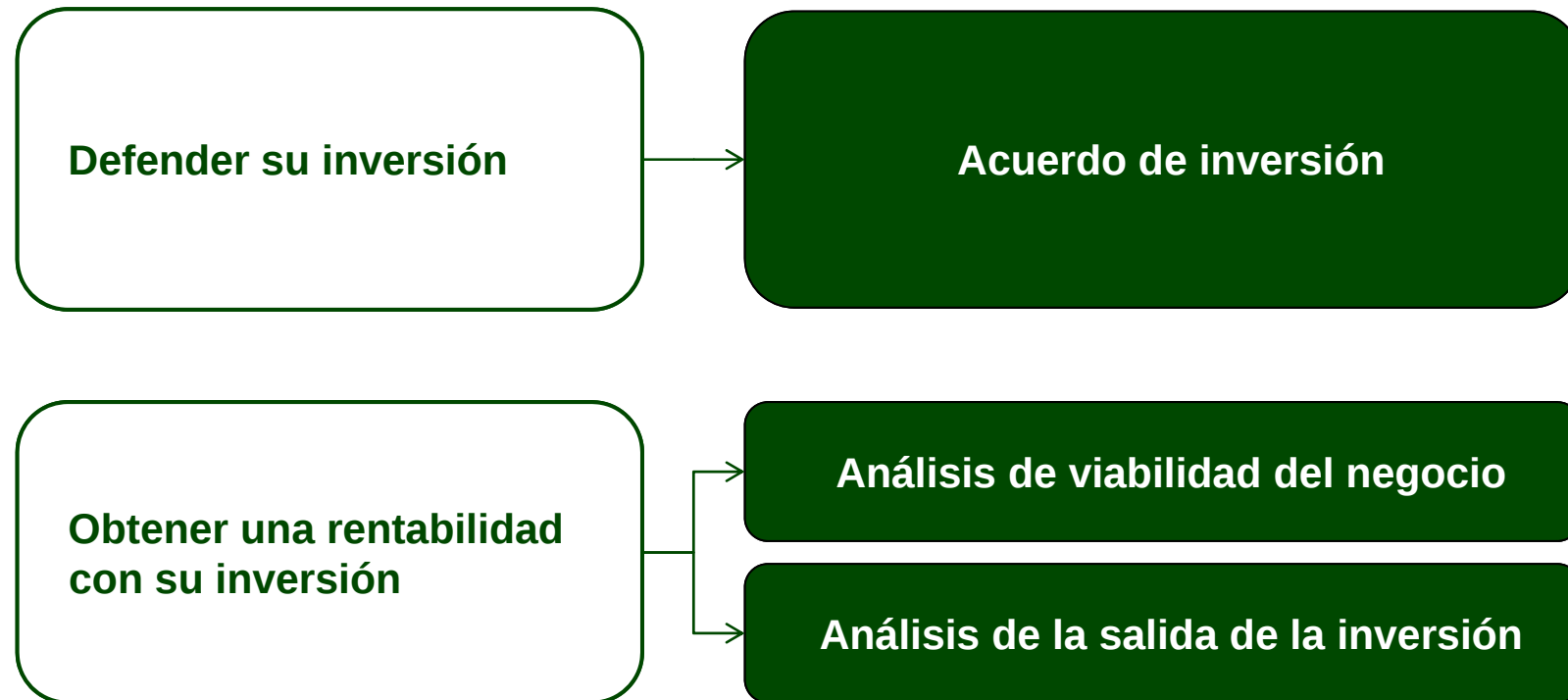
La empresa podría convertirse en un puesto de trabajo del emprendedor sin ambición por conseguir rentabilidad para el inversor

Hay una gran incertidumbre en los acontecimientos que pueden ocurrir durante su estancia en el capital

No es seguro que se produzca un acontecimiento de salida y si éste se produce si será por la cantidad esperada

¿Qué les debería preocupar a ustedes?

¿Cómo?



El proceso de diligencia debida (due diligence) es innegociable

- Durante todo el proceso de análisis se ha dado por supuesto que la documentación de la empresa estaba en regla
- Asimismo se ha considerado como veraz toda la información relacionada con la tecnología, el mercado, etc.
- En la due diligence el inversor solicitará acceso a toda esta información para comprobar que todo está correcto

Legal

- Escrituras, estatutos
- Contratos laborales
- Ausencia de pleitos o causas pendientes

Fiscal

- Liquidaciones tributarias correctas
- Estar al corriente de los pagos correspondientes

Financiera

- Cuentas contables correctas
- Estados financieros auditados
- Modelo económico del plan de negocio

Operativa

- Licencias y patentes
- Acuerdos con partners
- Valoración científica o tecnológica

Pero, ¿cómo se valora una startup?



Respuesta 1

Descuentos de flujos de caja

Respuesta 2

Lo anterior con árboles de decisión

Respuesta 3

Comparables

Respuesta 4

Opciones reales

Respuesta 5

Cualquier combinación de las anteriores

No lo sé, pero no me importa

¿Por qué no sé valorar una startup?

Factores comunes en las startups

- La empresa está en fase de arranque, no tiene histórico detrás de sí

No puedo usar datos históricos

- La startup se enfrenta a eventos “binarios”: o todo o nada

Rangos de valoración muy altos

- Existe un riesgo alto en los flujos de caja esperados por el plan de negocio

Difícil calcular un valor descontable

- Los flujos de caja suelen aparecer después de bastante tiempo de gastos e inversiones reales

Excesiva dependencia de la tasa de descuento

- Si la empresa es realmente innovadora será difícil encontrar un comprable adecuado

No hay manera de chequear los valores obtenidos o usar referencias

¿Por qué no me importa no saber valorar una startup?



Porque para el inversor la valoración es un medio para obtener un dato más relevante: la rentabilidad que voy a obtener de la operación

Lo relevante es determinar la rentabilidad esperada por el inversor

Y además, en la rentabilidad final de la operación intervienen otros factores aparte de la valoración

¿Qué principios deben inspirar un mecanismo de valoración para un inversor en startups?

- Las inversiones en startups son muy arriesgadas
- El objetivo último del inversor es obtener una rentabilidad de su inversión
- Esta rentabilidad, de producirse, se logrará con la “salida”
- Cada inversor tiene un objetivo de rentabilidad distinto
- En el momento de la “salida” el inversor puede tener un porcentaje de la empresa distinto al que se pactó en la “entrada”

Lo fundamental es que el porcentaje objetivo del capital sea tal que en una hipotética salida ofrezca al inversor un retorno adecuado a su riesgo

Consejos para establecer una valoración



El objetivo consiste en conseguir un porcentaje atractivo, impulsando al equipo promotor a conseguir aumentar el valor de la empresa

Conocer en detalle el plan de desarrollo del negocio e identificar los hitos o logros fundamentales a lo largo del camino

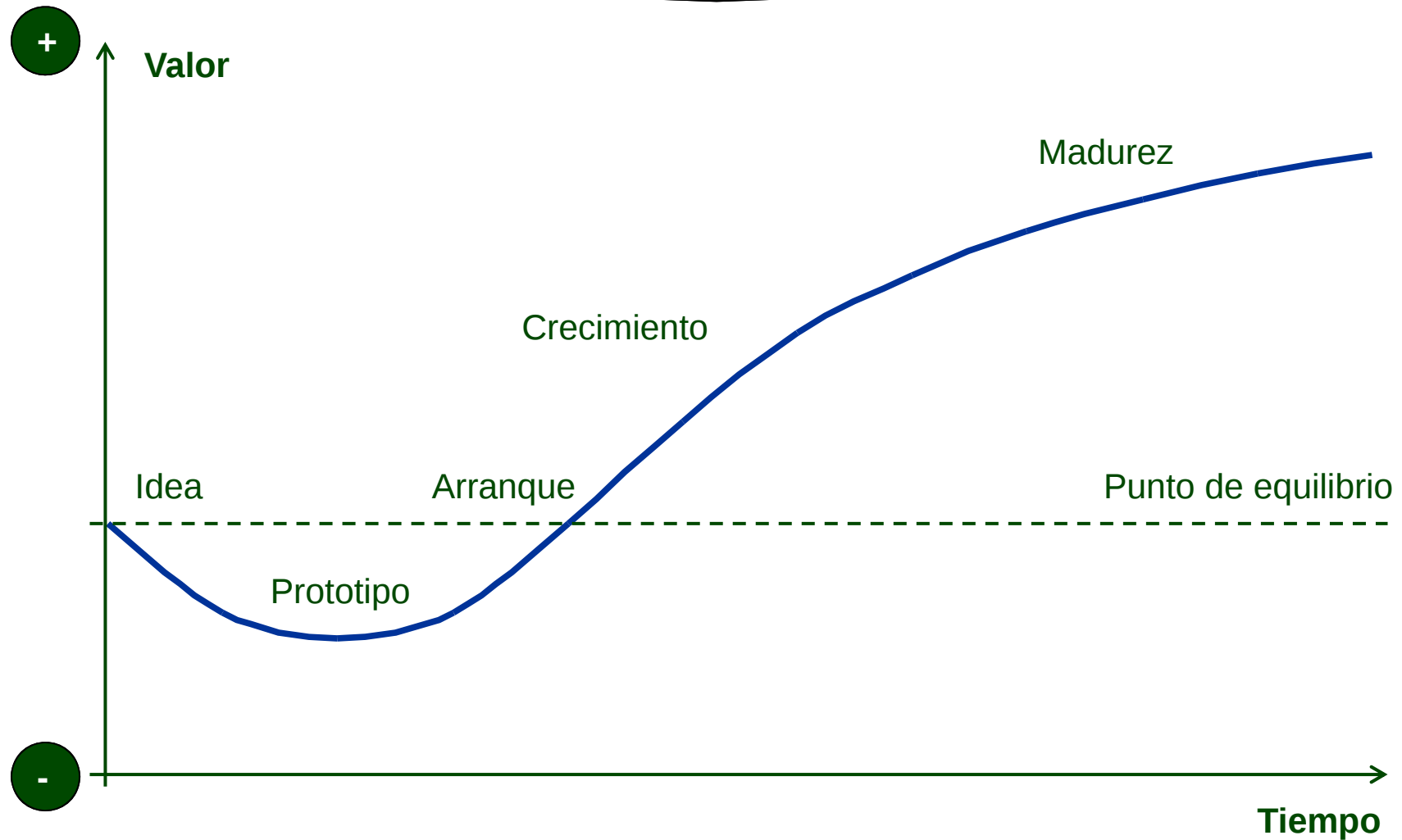
Establecer hasta dónde nos llevará nuestra aportación en la vida de la empresa (más allá hará falta más dinero o la empresa entrará en liquidez)

“Trocear” nuestra inversión en varios tramos que se vayan aportando según se vayan consiguiendo los hitos intermedios

Mejorar la valoración de las aportaciones sucesivas con el éxito intermedio

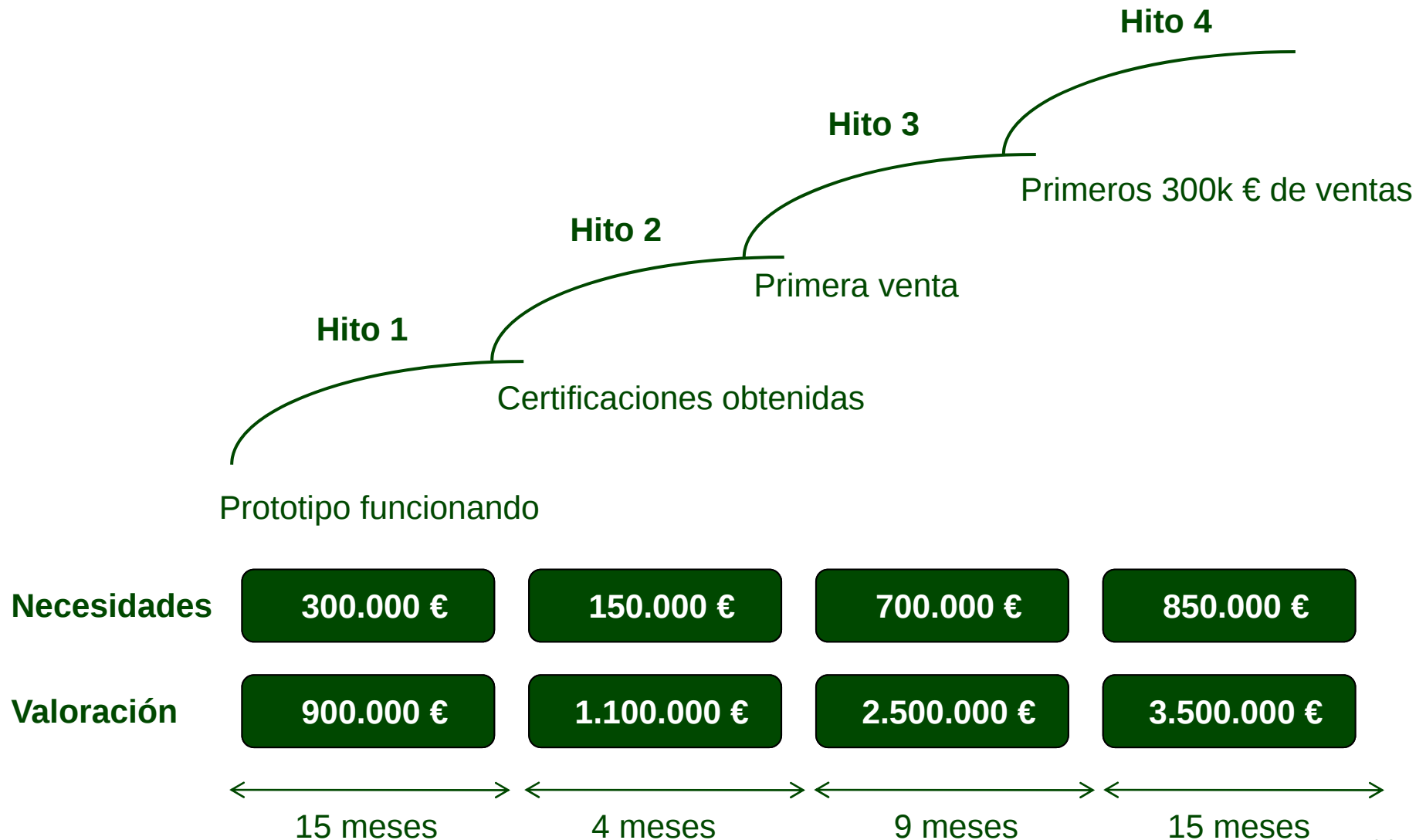
Valoración por hitos

El ciclo de vida de la startup es una escalera (de subida o bajada) en el que cada peldaño es un hito



Ejemplo

Proyecto de empresa de desarrollo de hardware y software



Importancia de la valoración en la rentabilidad final



- El porcentaje de capital en la startup en el momento de la salida no es el único factor que afectará a la rentabilidad de la operación
- El porcentaje inicialmente negociado puede cambiar a lo largo de la vida de la empresa si ésta cumple o no determinados logros
- Además en el acuerdo de inversión pueden fijarse cláusulas económicas de salvaguardia del inversor

Es necesario conocer con detalle las posibilidades que ofrecen los acuerdos de inversión

Tipos de cláusulas de los term-sheet

El acuerdo de inversión tiene como objetivo regular la estancia del inversor

	Propósito	Cláusulas
Económicas	• Proteger la inversión del business angel • Tienen por objeto regular la atribución de derechos económicos a las partes	• Valoración “pre-money” • Preferencia en la liquidación • Adquisición preferente • Dividendo preferente • Antidilución • Recompra • Cláusula de arrastre • Cláusula de acompañamiento • Préstamo participativo
Políticas	• Proteger al minoritario • Tienen por objeto regular el gobierno corporativo de la sociedad También tienen o pueden llegar a tener repercusiones económicas	• Composición del Consejo • Derechos de veto • Derechos de información • Bloqueo administrativo • Key man • Obligaciones de los promotores • Bad leaver

Redacción de la cláusula a modo de ejemplo

Implicaciones de la cláusula

Razones por las que el inversor debería incluirla

Favorable al inversor

- Cómo debería ser la cláusula para que favorezca al inversor

Favorable al empresario

- Cómo debería ser la cláusula para que favorezca al empresario

Equitativa

- Cómo podría ser la cláusula para que sea equitativa

Dividendo preferente

“El inversor tendrá derecho a percibir un dividendo con preferencia al resto de socios igual al x% anual de su inversión original. El dividendo tendrá carácter acumulativo en caso de que la sociedad no arrojase los beneficios necesarios para su declaración”

Los beneficios de la sociedad irán prioritariamente a retribuir al inversor, sin sacarlo de la empresa, sino otorgándole rentabilidad a su inversión

Evitar que la empresa se convierta en un mero puesto de trabajo para los promotores, carente de toda ambición por la rentabilidad de sus socios

Favorable al inversor

- Dividendo acumulado
- Porcentaje elevado y fijo para el inversor, con independencia del porcentaje para el resto de socios

Favorable al empresario

- Dividendo no acumulado
- Porcentaje más reducido, sin derecho a participar del resto de dividendos declarados

Equitativa

- Dividendo no acumulado
- Porcentaje más reducido, con derecho a participar del resto de dividendos declarados

Cláusulas anti-dilución



“En caso de que la sociedad realiza una nueva emisión de participaciones a un precio por participación inferior a las suscritas por el inversor, éste tendrá derecho a la emisión de nuevas participaciones que compense el efecto dilución de la ampliación”

Ante una nueva ronda de financiación, los promotores pueden asumir totalmente la dilución si la valoración de la empresa no es, como mínimo, igual a la que se pactó con el primer inversor

Protección frente a valoraciones demasiado elevadas o perspectivas de crecimiento irreales

Favorable al inversor

- “Full ratchet”

Favorable al empresario

- No estar

Equitativa

- “Weighted average”
- “Play or pay”

Cláusula de arrastre “drag along”



“En caso de que el inversor recibiese una oferta por su participación en la sociedad por parte de un comprador que condicionase esa oferta a la compra de un porcentaje superior al que tiene el inversor, el resto de socios tendrá la obligación de vender su cuota hasta alcanzar tal porcentaje”

Aparte de perder la empresa, puede implicar una venta subóptima, si los promotores consideran que podría encontrarse una oferta mejor

Aumentar la probabilidad de recibir ofertas que ofrezcan liquidez al VC por su inversión

Favorable al inversor

- Redacción aproximada a la que aparece en esta página

Favorable al empresario

- No estar

Equitativa

- Mitigar las condiciones en las que se ejercita la cláusula (tiempo, cuantía, etc.)

Cláusula de acompañamiento “tag along”



“En caso de que los promotores recibiesen una oferta por la compra de sus participaciones, el inversor podrá forzar la venta prioritaria de su participación en esas mismas condiciones con anterioridad a la salida de los promotores”

La ofertas de compra que se reciban deberán incluir la cuota del VC

Evitar quedarse en la sociedad con socios no elegidos, pudiendo salir en las mismas condiciones que el equipo promotor

Favorable al inversor

- Redacción aproximada a la que aparece en esta página

Favorable al empresario

- No estar

Equitativa

- Varias posibilidades

Préstamo participativo



“El inversor otorgará a la sociedad un préstamo convertible en participaciones según el cumplimiento de unos hitos descritos en el anexo X. De convertirse el préstamo, de acuerdo con lo en el presente contrato, dicha conversión se hará a un “valor Pre-money” de x euros”

Pueden cerrarse las vías a un apalancamiento con fuentes públicas, al no ser considerado el préstamo fondos propios de la sociedad

Reducir riesgos vinculando su entrada en el capital social a la marcha de la empresa, asegurándose su previo conseguimiento de determinados hitos

Favorable al inversor

- Plazo de conversión largo
- Porcentaje alto de conversión
- Hitos numerosos y ambiciosos

Favorable al empresario

- Entrada en capital

Equitativa

- Hitos razonables en cuantía y tiempo
- Hitos objetivos

Derechos de información



“Todos los socios de la Sociedad tendrán derecho a que se les proporcione la siguiente información: saldos bancarios, flujos de caja, cierres contables trimestrales. La empresa se dotará de mecanismos de control financiero para tal fin. El equipo directivo proporcionará a los socios en tiempo y forma los citados informes”

Será necesario crear sistemas de control de gestión y presupuestar dedicación y costes a generar la información

Controlar la marcha de la empresa

Favorable al fondo

- Cuanta más información, mejor

Favorable al empresario

- No morir en papel

Equitativa

- Listado razonable de peticiones (suele ser el caso)

Obligaciones de los promotores



“Los miembros del equipo promotor se comprometen a: trabajar en exclusividad para la sociedad, guardar la confidencialidad de toda la información durante x años, permanecer en la empresa x años, no competir contra ella en caso de ser autorizados a salir, no transmitir sus participaciones en la sociedad sin autorización del fondo...”

Financieramente, se impide el pluriempleo o que los promotores asuman un rol de inversores financieros

Asegurarse la vinculación de los promotores al proyecto, impidiendo así que las ventajas competitivas de la sociedad desaparezcan

Favorable al fondo

- Listado amplio de obligaciones

Favorable al empresario

- Permitir al promotor participar en otras actividades compatibles (ej. dar clase)

Equitativa

- Listado razonable de obligaciones, con posibilidad de hacer actividades compatibles

Derechos de veto a nivel de Consejo de Administración



“Los siguientes acuerdos del Consejo de Administración de la Sociedad únicamente podrán ser adoptados mediando el voto favorable del/os consejero/s nombrado/s a propuesta del VC:”. En general: negocios importantes desde el punto de vista económico, asunción de deuda por encima de una cantidad, cambios en la estructura de pasivo, contratación de directivos, fijaciones de sueldos, apoderamientos, constitución de filiales, presupuestos

Para tomar determinadas decisiones es imprescindible llegar a un consenso con el VC

Controlar las decisiones estratégicas de la sociedad

Favorable al inversor

- Listado de acuerdos que implica un control de facto sobre la sociedad (no ocurre casi nunca)

Favorable al empresario

- Listado de acuerdos que posibilite flexibilidad del equipo directivo

Equitativa

- Listado de acuerdos razonable habida cuenta del sector de la empresa

En resumen...



La valoración no es lo importante, lo importante es la rentabilidad

La rentabilidad nos la tiene que conseguir el emprendedor, así que hay que incentivarle mediante mecanismos adecuados

El acuerdo de inversión, si se hace bien, servirá para incentivar, proteger la inversión y regular una pacífica convivencia entre inversor y emprendedor

Recabar asesoramiento en caso de duda



Antonio Manzanera Escribano

Savior Venture Capital

www.saviorvc.com

Twitter: @manzanerame