

## **Analitzant *start ups*: reflexions clau per a avaluar d'invertir-hi**

JORDI MERCADER  
Grup Infitum

Data de recepció: 06/10/2021

Data d'acceptació: 28/11/2021

### **RESUM**

Invertir en *start ups* (empreses que comencen i a les quals se'ls augura un ràpid creixement) té una mescla de components procedents, uns de l'emoció, i els altres de la reflexió.

Sense balanços estabilitzats, amb comptes de pèrdues i guanys que tenen més del primer que del segon i tresoreries ajustadíssimes, la decisió d'invertir és una decisió d'alt risc, però hi ha una sèrie d'indicadors que podem tenir en compte i que ens seran útils per a ponderar aquest risc. No són només indicadors quantitius, també n'hi ha, i molts, de qualitius. Esmicolar aquests indicadors i establir els criteris classificatoris (a vegades del tipus "passa – no passa") és l'objectiu del present article.

Abordarem temes com l'anàlisi micro/macro on es mourà l'empresa, temes com la composició accionarial o *cap table*, l'equip empenedor, els actius que es desenvoluparan amb la inversió (i els que es tenen abans d'aquesta), els mecanismes amb què es compta per a obtenir vendes, el procés de llançament de nous productes, etc.

Donarem un repàs als aspectes bàsics a tenir en compte en l'acord d'inversió i aprofundirem en l'alineació (o no) d'inter-

sos entre les diferents parts interessades que concorren en la iniciativa: socis, fundadors, clients, empleats, etc.

L'article és al seu torn una eina de reflexió i una llista de comprovació d'aspectes bàsics a tenir en compte abans de dur a terme la inversió.

La intuïció de l'inversor i la "química" entre les parts ha de fer la resta.

Classificació JEL: G34, K42, H25, M14, M40.

## **PARAULES CLAU**

*Start up*, Fundadors, Pacte de socis, inversors.

## **ABSTRACT**

Investing in startups (companies that are just beginning, and which are predicted to grow rapidly) has a mixture of components that come from emotion, and others from reflection.

Without stabilized balance sheets, with profit and loss accounts that have more of the former than of the latter, and extremely tight treasuries, the decision to invest is a high-risk decision, but there are a series of indicators that we can consider and that will be useful to us. to weigh this risk. They are not only quantitative indicators, but there are also, and many, qualitative ones. Breaking down these indicators and establishing the classification criteria (sometimes of the "pass-fail" type) is the objective of this article.

We will address topics such as the micro/macro analysis where the company is going to move, topics such as the shareholder composition or cap table, the entrepreneurial team, the assets that are going to be developed with the investment (and those that are held before it), the mechanisms that is counted on to obtain sales, the process of launching new products, etc.

We will review the basic aspects to take into account in the investment agreement and delve into the alignment (or not) of

interests between the different stakeholders that participate in the initiative: partners, founders, clients, employees, etc.

The article is in turn a reflection tool and a checklist of basic aspects to take into account before carrying out the investment.

The investor's intuition and the "chemistry" between the parties must do the rest.

JEL classification: G34, K42, H25, M14, M40.

## KEYWORDS

Start up, Founders, Shareholders agreement, investors.

---

## 1. Introducció

Dins de l'elenc de possibilitats inversores (fons d'inversió, immobles, cryptos...), les *start ups* s'han posicionat en els últims anys com una alternativa altament atractiva. Combinen alt risc i alta esperança de rendiment; exigeixen habilitat en l'elecció (no sols del model de negoci sinó també de l'equip emprenedor); impliquen un compromís amb la societat (i, per això, gaudeixen d'una bona imatge); requereixen una certa actuació en el seguiment de la participada i... no és apte per a cardíacs!

Invertir en una *start up* no s'automatitza. Les empreses "no cotitzades" són de tot menys transparents, no per mala fe de qui les gestiona sinó perquè oscil·len (o pivoten, com es diu ara).

Intentar posar una mica de ciència a una inversió que és molt intuïtiva és el que pretén el present capítol. El repte serà que l'anàlisi serveixi per a afermar una decisió que ja s'ha pres...

## 2. Què són les *start ups*?

El fenomen *start up* està de moda, almenys l'anglicisme, perquè això de crear empreses es remunta a la nit dels temps...

El concepte *start up*, no obstant això, podríem dir que es diferencia de la creació d'empreses tradicional en tots o en algun d'aquests aspectes:

1. És un model escalable, això significa que a mesura que creixen les vendes disminueix de forma molt significativa l'impacte dels costos fixos a diferència, per exemple, de muntar una xarxa de botigues on els costos fixos evolucionen a salts (cada vegada que incorporo un local en el meu negoci, incorporo els costos fixos del nou lloguer).
2. Poden existir economies de xarxa, és a dir, el valor de l'empresa augmenta com més gran sigui el nombre d'usuaris (per exemple Infojobs o Wallapop).
3. Va dirigit al "gran mercat", pretén més vendre molt a preus relativament baixos que vendre de manera selectiva a preus més alts.
4. Admet accionistes externs al cercle de l'emprenedor que esperen, més que dividendes, una plusvàlua important quan la companyia es vengui.

### **3. Localització, negociació i tancament d'operacions d'inversió en empreses no cotitzades: l'anàlisi micro/macro**

Existeixen innumbrables fonts per a obtenir el que en argot es denomina *deal flow*, és a dir, oportunitats d'inversió en empreses en fases evolutives primàries: escoles de negocis, fòrums d'inversió, portals... i, per descomptat, la recomanació o l'efecte estrebada del *White horse* o inversor qualificat al qual se li reconeix una certa capacitat per a identificar empreses atractives.

Quan s'examina si un model pot ser guanyador o no, s'analitzen el macro i el microentorn en aspectes com:

- a) Grandària del mercat al qual va dirigit:
 

Seguint amb el concepte descrit en la introducció que les *start ups* normalment operen amb alts volums en unitats, però baixos preus, es considera que grandàries inferiors a 500 M d'euros anuals són mercats de nínxol que són difícilment atacables a través dels cercadors o de les xarxes socials.
- b) Presència de competidors significatius:
 

Els mercats tendeixen a construir-se ràpidament. De fet, es parteix de la base que no es crea cap necessitat sinó que se satisfà de manera diferent utilitzant la tecnologia. El procés de desenvolupament d'aquesta és simultani en diferents parts del territori i, en les seves albers, competeixen més o menys amb les mateixes armes i enfocaments semblants fins que un d'ells, o bé aconsegueix un avantatge tecnològic difícil de copiar (difícil, en el món de la *start up*, equival a sis mesos) o bé aconsegueix una important capitalització que li permet separar-se dels seus rivals. Aquesta capitalitza-

ció està vinculada a dos conceptes clau: capacitat per a invertir en tecnologia i capacitat per a suportar pèrdues. Al capdavant, l'empresa que assoleixi una grandària sis vegades superior al seu immediat perseguidor ostenta una posició quasi monopolística la qual cosa dona un benefici extra que obligarà els seus seguidors, bé a especialitzar-se en un nínxol, bé a intentar emular el primer amb una nova capitalització.

c) Barreres a l'entrada:

L'itinerari de la *start up* suma gairebé tants encerts com errors i realitza innombrables "pivotacions", això és, canviar de manera significativa la manera d'enfocar el negoci. Amb aquests canvis de rumb, la *start up* triga més a aconseguir el seu objectiu, no ja l'MVP (mínim producte viable) sinó equilibrar el flux de caixa o, el que ja seria perfecte, arribar a l'anhelat *break even*. Un nou competidor en la indústria pot escurçar camí observant només la web del pioner i, en alguns casos, fitxant alguna persona clau d'aquesta. Per tant, l'element determinant serà l'automatització de les operacions a través d'un programari específic desenvolupat o adaptat *ad hoc* per l'empresa líder. Si l'avantatge competitiu és només la idea o l'habilitat per a invertir en google ads, diríem que la barrera a l'entrada és quasi inexistent.

d) El paper de l'Administració:

L'Administració pública té tres possibles interaccions amb la *start up*:

1. Pot ser compradora de béns i serveis. L'Administració, actuant de compradora, es caracteritza per ser molt rigorosa en la fase d'adjudicació, lenta en la presa de decisions, incomplidora en els seus terminis de pagament i poc exigent en la recepció del servei per la qual cosa, el fet d'assignar a un i no a l'altre genera avantatges competitius immediats com poden ser: l'efecte seguiment d'altres administracions afins o l'augment brusc del volum de negoci de la *start up*, però, d'altra banda, també pot impactar negativament com per exemple creant tensions de tresoreria sense data de resolució.
2. Pot regular el mercat. A Espanya existeixen unes 120.000 lleis, 80.000 de les comunitats autònomes i unes 40.000 del mateix Estat. Aquí cal sumar-hi les ordenances municipals, les lleis europees i alguna altra regulació existent en algun sector específic. Una llei pot prohibir una activitat o una manera de realitzar-la o bé pot empènyer-la fins a altes cotes. Les lleis són capaces de convertir una cosa poc útil en obligatori i també són capaços de limitar la lliure empresa o el desenvolupament d'una cosa nova. També hi

ha algunes normes erràtiques: primer permeten, després restringeixen, més tard prohibeixen i en acabat tornen a permetre. Com més local és la norma, major risc comporta.

3. Pot empènyer a unes en detriment d'unes altres. L'administració també pot actuar generant diferències entre competidors, no sols amb les seves compres de béns o serveis sinó també amb la seva política financera: subvencionar, prestar o avalar a un i no a l'altre pot ser clau en la lluita competitiva i en la mateixa supervivència: a Espanya, els préstecs Enisa, a Catalunya els avals d'Avalis...

- e) L'aparició de substitutius:

Un substitutiu és un producte o servei que satisfà millor una necessitat que un altre o el fa a millor preu.

Quan una *start up* llança un nou producte o servei ho fa, normalment, per a atendre una necessitat insatisfeta o inadequadament satisfeta, però no necessàriament allò serà el producte o servei definitiu. Hi ha el que anomenem productes/serveis de transició que poden tenir molta demanda per la carestia inicial, però aquesta desapareix quan n'hi ha un altre de millor. Un exemple del sector digital va ser Terra, que va arribar a ser la tercera marca més coneguda a Espanya i va desaparèixer amb l'auge de Google.

- f) El paper dels agents fora del país: competidors, parts interessades, intermediaris necessaris...

#### 4. Examinant l'empresa (iniciativa) amb lupa

Si aquesta primera aproximació al mercat i els seus agents té més a favor que en contra de la inversió, toca baixar al detall de l'empresa en qüestió.

La *Due Diligence* de l'empresa condicionarà la negociació i, per tant, el pacte de socis. Vegem alguns dels aspectes clau:

- a) La *cap table*, això és, qui són els accionistes i quin percentatge tenen cadascun d'ells de la companyia.

En la *cap table* normalment apareixen les diferents primes d'emissió de les anteriors ampliacions de capital si és que n'hi ha hagut.

Tres aspectes clau a contemplar observant la llista d'accionistes:

1. Conserven els fundadors el control sobre la companyia? Bé a través del capital o bé a través del que estableixi el pacte de socis.
2. Tenen les primes d'emissió coherència? És a dir, si l'empresa ha fet diferents rondes, els que han entrat posteriorment han pagat més per l'acció que els seus antecessors?

3. Els “founders” han posat diners realment? I és aquesta xifra significativa respecte al seu patrimoni? Aquí el que es busca és saber, si l’empresa tanca, realment quants diners perdran els promotors?

b) Com estan organitzades les operacions?

Hem comentat anteriorment que un requisit important per a invertir en una companyia és la seva escalabilitat que significa que es redueixen els costos en augmentar el volum gestionat. Les *start ups* tenen tres talls importants en la seva evolució:

1. El preu de venda cobreix el Cost d’Adquisició del Client (CAC).
2. El preu de venda cobreix els costos de vendes dels productes venuts (COGS).
3. Les vendes són superiors als costos totals. Normalment, el CAC es redueix pel volum de vendes a causa de la corba d’aprenentatge en la gestió del SEM (*Search Engine Marketing*: cost d’adwords en Google) i per un millor posicionament SEO (*Search Engine Optimization*: posicionament “natural” o sense cost en Google). Així mateix, les COGS haurien també de reduir-se perquè l’empresa utilitza un sistema altament automatitzat.

Sobra dir que els costos fixos, tret que estiguin al límit del salt a un nivell superior, tindran un comportament favorable en l’evolució del benefici en repartir-se entre més unitats.

No obstant això, la realitat és una mica diferent. La reducció de costos unitaris encara que tendencialment és clara, oscil·la amb alts i baixos en un període curt de temps analitzat. Si la revisió es fa en un moment alcista de costos (per exemple perquè s’ha canviat l’estratègia SEM) pot semblar que l’empresa va a pitjor. També pot succeir que, com les unitats que presten servei en les fases inicials són tan escasses, quan s’incorpora un recurs nou, pugen els costos perquè aquest no se saturarà fins al cap d’un determinat temps.

c) Existeix programari propietari?

Les *start ups* poden arribar a desenvolupar programari propi, a vegades partint d’aplicacions ja existents, altres vegades partint gairebé des de zero. La disposició d’un programari propietari pot constituir un avantatge competitiu sempre que l’arquitectura sigui oberta (el que implica que sigui programable per tercers que no siguin els qui la van dissenyar originalment, ja que si no l’empresa és ostatge d’aquests programadors) i sigui lineal, és a dir, no s’hagi construït “a trossos” cosa que impediria incorporar noves funcionalitats.

d) Qui són, realment, els membres de l’equip?

Normalment, els CV dels fundadors són sòlids: bona formació acadèmica i experiència en empreses o llocs similars, però el que figura

en el CV té escassa utilitat en la *Due Diligence*. És necessari aprofundir en aspectes com:

1. Com són i com es comporten en actuacions professionals. Aquí són útils des de les comprovacions de referències (no sols en altres empreses sinó en les mateixes escoles o universitats on van cursar els seus estudis) fins als tests psicotècnics (com són de constants, quins són els seus punts forts i febles, com reaccionen davant les adversitats). La qüestió és: si sotmetem a mil proves els candidats a treballadors de les empreses, per què no fem el mateix amb els emprenedors que reben fons d'inversors?
  2. Quin compromís tenen per a/amb l'empresa?, això és, la seva vinculació és afectiva? (els agrada el que fan i el que faran) o és punitiva? (no tenen res millor per fer o poden perdre molts diners).
  3. Com estan de sanejades les seves finances personals? Un excés de recursos personals pot ser contraproduent (baixa la motivació per a aconseguir una millor posició). Per contra, una excessiva manca pot induir a comportaments no apropiats o, fins i tot, fraudulents.
  4. Com és la relació entre els *founders*? Si la relació és d'amistat intensa, podria ser que entre ells es "tapessin" els errors, si els interessos no estan alineats (un aposta a llarg termini sacrificant el consum actual i l'altre, per posar un exemple, prefereix maximitzar el seu ingrés avui), el conflicte esclatarà tard o d'hora. També hauria d'observar-se si existeix un lideratge clar o pot haver-hi conflicte d'egos.
  5. Quin és el pla de contingència si un dels *founders* o tots abandonen l'empresa? Per més que el pacte de socis posi clàusules de permanència aquestes no són capaces de posar magnituds de rendiment així que, si un *founder* vol anar-se'n, trobarà la manera.
- e) Estan alineats els interessos de tots els *shareholders*?

Usualment, considerem que hi ha dues maneres de monetitzar una inversió: el dividend més o menys recurrent i la plusvàlua obtinguda en la venda total o parcial de la companyia. Cal saber, doncs, quina opció trien els *shareholders*, inclosos els *founders*.

Per a un inversor diversificat, l'opció de la venda sembla la més freqüent i es dona la circumstància que la seva exigència de retorn sobre l'empresa que va bé ha d'assumir les pèrdues d'altres empreses en les quals ha invertit que no arriben a bon port. Això significa que si acceptem com a vàlida la hipòtesi àmpliament compartida que només el 20% de les inversions realitzades poden tenir plusvàlues significatives, l'exigència mínima de retorn en la venda és un múltiple de cinc per a estar en *break even* de cartera. Si la taxa d'encert de



l'inversor en *early stage* baixa al 10%, aquest múltiple s'eleva a deu vegades la quantitat invertida, xifra gens menyspreable. Si considerem que l'inversor no entra en el moment inicial sinó una mica més tard, encara que hagi pagat una prima de només dues vegades, elevaria el requeriment de múltiple entre deu i vint vegades (depèn de la taxa d'encert en la gestió de cartera) cosa que podria impedir vendes d'accions (si tingués algun dret de veto). Des de l'òptica del *founder* que no està diversificat, l'exigència de múltiple pot ser massa alta per als seus interessos. Potser ells (els *founders*) podrien veure amb bons ulls una sortida a una xifra inferior. Aquesta no confluència d'interessos pot ser descoratjadora pels qui dirigeixen l'empresa que podrien cercar altres fórmules de retribució (via sous per exemple).

El xoc frontal pot produir-se en l'estratègia primigènia, ja que els *founders* poden només perseguir dividendes: perquè és el seu mitjà de vida, perquè l'empresa és la seva motivació personal i professional o perquè, senzillament, no tenen una altra via per a col·locar l'excedent que obtindrien de la venda amb una rendibilitat similar pel fet que, no ho oblidem, són emprenedors en un sector, no inversors professionals.

Aquest tipus de qüestions han d'abordar-se, necessàriament, abans dels acords d'inversió sempre que la companyia disposi de caixa suficient per a, arribat el cas, avortar l'operació per no coincidència d'interessos. D'això es desprèn que si l'entrada de l'inversor es produeix en una situació de feblesa de l'empresa invertida, els *founders* poden veure's obligats a acceptar clàusules molt dures de *drag along*, clàusula que permet a uns accionistes arrossegar o obligar a vendre als altres amb unes condicions predeterminades. Amb l'entrada del nou capital, els *founders* poden veure l'error a què els va conduir la seva desesperació per a obtenir fons de l'empresa i actuar, després, de manera inadequada per a rescabalar-se, cosa que pot comportar situacions litigioses que desgastin els qui dirigeixen l'empresa i que poden conduir-la al tancament per pèrdua de focus en la gestió.

f) Quins són els riscos i les contingències legals?

Pensar que només els litigis oberts en jutjats són possibles contingències és no tenir en consideració que l'empresa és un ens viu. Si, a més, la companyia és disruptiva en el sector, pot ser que la seva competència "tradicional" estigui preparant una ofensiva per a neutralitzar el creixement de la primera i això no es percep en una sucinta revisió de casos oberts. Cal que el responsable de la *Due Dili-*

*gence* s'interni en el sector i actuï com a "advocat del diable", és a dir, pugui realitzar les suposicions de riscos encara que aquests no els hagin sospesat els *founders*. Aquest tractament una mica "imaginatiu" del treball de l'investigador pot ser titllat d'excessiu zel professional. Així mateix, intentar incorporar aquests riscos no contrastables en un pacte de socis sembla poc menys que una quimera. Potser caldrà frenar en un moment o altre la determinació de les responsabilitats d'uns riscos que ni tan sols els *founders* coneixien. De fet, els *founders* són també socis i les possibles pèrdues provocades per aquestes situacions també els afecten a ells.

Capítol a part són les contingències de tipus fiscal. Serveixi un exemple per a veure la seva magnitud: Una empresa tecnològica que comença a caminar destina molts recursos a "crear producte" o "desenvolupar la infraestructura". El PGC és una mica difús en definir el que és activable i el que no, és a dir, no és gaire clar en què ha d'anar al compte de despesa (pèrdues) o al compte d'actiu. Com és sabut, sempre és millor (quan es pugui) optar pel finançament bancari (molt més barat, entre altres virtuts) que acudir a rondes d'ampliació de capital que produeixen dilucions. Si l'empresa "activa" algunes despeses (de manera més o menys justificada) redueix pèrdues i millora el seu balanç, cosa que li permet accedir a finançament. Això millorarà la rendibilitat dels accionistes per l'efecte palanquejament sempre que el cost del finançament sigui menor que la rendibilitat de l'empresa. Així, una mesura que beneficia tots els accionistes si l'evolució és positiva, no pot assignar-se només als *founders*-gestors si les coses no funcionen degudament, ja que risc i ventura han d'anar agafats de la mà. Per tant, intentar repercutir aquest risc en el pacte de socis sobre els gestors no és un tracte just.

- g) Quins són els sistemes d'informació de l'empresa (els que usen els seus gestors per a comprovar l'evolució del negoci) i quins són els sistemes d'informació als socis?

Els sistemes d'informació a l'empresa i als socis han d'estar organitzats en forma d'arbre amb accessos restringits en cadascuna de les ramificacions. Per exemple, la informació de les vendes totals de la companyia és una informació de caràcter general que es converteix en pública quan es publiquen els comptes de l'empresa, però la composició d'aquestes vendes com a resultat del producte entre unitats venudes en uns mercats o altres, d'una mena de producte o un altre... i els preus que s'apliquen en cada segment pot ser informació delicada o estratègica. Conèixer quin és el CAC o el ROI d'una em-

presa de serveis per internet és, sovint, el cor del negoci. La *Due Diligence* ha de respectar aquest “secret” industrial, màximament tenint en compte que es fa abans de la inversió, però fins i tot després d’aquesta, quin dret pot tenir un minoritari a tenir dades clau de gestió? Recordem que, normalment, els *founders* tenen en el pacte de socis clàusules de no competència i no concurrència, mentre que els inversors són lliures de diversificar la seva cartera amb empreses afins o de negocis pròxims.

- h) La *Due Diligence* ha d’identificar quins seran els mecanismes de control i a partir de quins paràmetres s’ha d’actuar.

El que més acostuma a preocupar els inversors quan es tracta de fer el pacte de socis és tot el relacionat amb la caixa i amb la possible actuació en benefici propi dels *founders* i per això se solen establir dos límits: el de l’endeutament i el de la contractació de serveis a empreses vinculades amb els *founders*/gestors.

Respecte al tema de l’endeutament cal assenyalar que la cerca de la rendibilitat per palanquejament també pot comprometre la viabilitat de l’empresa i cal fixar-ho *ex-ante*, en cas contrari la companyia pot veure’s obligada al finançament forçat, això és, davant una situació de dèficit de tresoreria només queda acudir a qualsevol preu al mercat del deute.

La contractació d’empreses vinculades als *founders* ha d’examinar-se al detall: és possible que en el moment de la inversió ja s’estiguessin contractant serveis amb organitzacions en els quals els gestors tenen interessos, però això no és dolent per si mateix. Segons quin tipus de serveis estratègics (per exemple el desenvolupament del programari propietari) no poden contractar-se a qualsevol pel risc d’un treball inadequat i és possible que els gestors coneguessin i treballassin anteriorment amb un proveïdor amb el qual podria ser que tinguessin una vinculació, bé sigui accionarial o bé sigui de parentiu amb els seus gestors (recordem que els mercats són petits i existeixen moltíssimes interrelacions entre els agents). El que succeeix és que si els vincles amb el proveïdor (o els interessos sobre aquest) són més forts que amb l’empresa invertida (per exemple perquè la relació inversor-emprenedor s’ha desgastat) podríem observar un cert pivot de focus: de l’empresa al proveïdor. D’altra banda, i sense arribar a aquesta situació de canvi d’interès, els *founders* poden decidir contractar a aquells que els mereixen més confiança. Pretendre impedir la presa d’aquesta decisió mitjançant un pacte de socis pot ser l’excusa ideal que justifiqui el desencert en l’execució d’un treball concret.

Si es regula en excés, per exemple obligar a passar pel consell cada préstec que necessita l'empresa o demanar autorització per a contractar una empresa vinculada pot restar agilitat a la *start up*. Recordem que, usualment, els consells estan formats pels *founders* i pels representants dels inversors i aquests, normalment, tenen altres inversions, participen en altres consells i tenen poca flexibilitat per a reunir-se amb rapidesa i menys si han de coincidir les agendes de tots.

El mecanisme de control no pot ser només una eina de fiscalització sinó una taula on el *founder* pot agafar-se sabent que si decideix dins dels paràmetres, està dins de l'acord.

i) Examen de l'evolució financera de l'empresa:

Des d'aquest vessant ha d'observar-se el comportament de les dues línies bàsiques de finançament: la que té cost (bàsicament bancs i alguna entitat pública, molt present en *start up*) i la que no en té (bàsicament proveïdors i creditors).

Quan una companyia comença a endeutar-se amb bancs assumeix un sobrecost que hauria de repartir-se entre els anys de vida útil del préstec i no adjudicar-ho tot als primers. Ens referim a la comissió d'obertura (o anàlogues) que cau en el moment de la constitució del préstec i els extra-interessos de les primeres quotes si s'aplica (com és habitual) el mètode francès (o de mensualitat constant). La *Due Diligence* hauria de contemplar aquesta situació, ja que l'endeutament serveix per a inversions que donaran els seus fruits més endavant, però els costos vinculats al finançament són molt majors a l'inici. Si es tracta com una empresa consolidada (no com una *start up*) no es recull aquesta sensibilitat i el que reflectiria l'examen és el d'una situació pitjor que la que de veritat esdevé.

Respecte a la presència dels préstecs participatius que són molt comuns en les *start ups*, cal identificar l'impacte que tindrà el tram variable quan es produeixin beneficis o el cost de cancel·lació anticipada. Recordem que un préstec participatiu és un préstec que té un interès vinculat a la marxa de la companyia. A Espanya el gran prestador és l'Empresa Nacional d'Innovació (ENISA), entitat pública. Els seus préstecs, normalment tenen dos anys de carència i la devolució és en set. Una característica clau és que tenen la consideració de quasi fons propis, això és, en l'ordre de prelación de deutes se situen just abans dels accionistes i normalment no requereixen avals. El finançament via proveïdors o creditors és, en principi, gratuït. Una primera aproximació és que si el període mitjà de pagament a proveïdors és superior al període mitjà de cobrament de clients, el

creixement és favorable, però aquesta comparació és pobre, ja que no té en compte aspectes com: el període de procés del producte o servei (des de l'apilament de materials o la captació del *lead* fins al lliurament a client), els sous (que es paguen al cap de trenta dies si el treballador fa més d'un mes que és a l'empresa), els lloguers... és a dir, si s'analitza el període de pagament a proveïdors i creditors s'han d'incorporar tots els pagaments que fa l'empresa i el període de prestació de servei perquè l'anàlisi sigui realista.

- j) Moltes de les *start ups* plantegen el seu negoci a través d'internet i confien en el trànsit de Google i xarxes socials per a arrencar o mantenir les seves vendes. Això comporta que sigui d'especial rellevància l'anàlisi de les mètriques de conversió.

Tres són els indicadors a observar, principalment: el CPL o *cost per lead* o oportunitat de venda, el CPA o cost comercial de la venda, el ROI o taxa de retorn de la inversió en màrqueting digital.

Al cap i a la fi, el negoci d'internet es descriu com un embut: has de tenir moltes visites al teu web, aquestes han de mostrar interès (empenant, per exemple, un formulari) i, finalment han de comprar i pagar. Cal que l'analista pugui detallar la forma d'aquest embut: una boca molt gran i una sortida molt petita pot indicar un esforç fútil en màrqueting digital per a un producte que no acaba de convèncer (o potser és la web que falla en la seva usabilitat). Un embut semblant a un cilindre pot indicar que perdem oportunitats per ser excessivament cauts en la inversió en màrqueting digital. En tot cas, la *Due Diligence* ha de ser capaç de dibuixar aquest embut i veure com ha evolucionat.

És comú en algunes *start ups* que han tancat una ronda que siguin molt poc eficients en capital, sobretot el que destinen a màrqueting digital. Això es pot produir perquè o la web encara no és estable (es perden conversions per defectes tècnics) o bé la capacitat productiva no està dimensionada (s'ha invertit molt en màrqueting i poc en processos o operacions) o també pot passar que el producte no és exactament el que el client vol (o el que li hem promès que és i no és) i avorten la compra al final.

- k) Anàlisi de la seqüència en el llançament de nous productes:  
Normalment, les *start ups* que aconsegueixen atreure els inversors tenen un producte interessant, amb una demanda disposada a pagar per ell i una certa capacitat de servei per a atendre aquesta demanda, però és important considerar que gairebé tot el digital és copiable en un molt curt espai de temps. Aquesta és una gran diferència respecte a les empreses de producte: si vols copiar a Tesla, no estaràs sis me-

sos i ja podràs competir amb ell. En canvi, si decideixes fer una aplicació que col·loca el teu pis en venda en tots els portals (tipus *housfy*), en molt poc temps, uns desenvolupadors poden clonar-ho i si aconsegueixen fons suficients per a fer un adequat llançament, destronar fàcilment la pionera.

Quan la *Due Diligence* penetra en el camp de l'anàlisi del procés del llançament de nous productes ha de tenir en compte aspectes com:

1. Com es generen les idees? Existeix un comitè, existeix una metodologia de rastreig en xarxes, sorgeixen espontàniament?
2. Com es tamisen les idees? Es revisa amb una *fake-web* a la qual es llança trànsit i es mesura? S'utilitzen entrevistes o enquestes a potencials clients?
3. Quin és el risc que s'assumirà en termes de recursos econòmics o humans?
4. Quina és la V1 del projecte, és a dir, sobre la base de què es decideix parar o continuar a la manera que ho fa un pilot respecte a la decisió d'enlairar o avortar l'enlairament?

El que a vegades sembla obvi en el procés de llançament de nous productes, com l'impuls dels complementaris, pot ser negatiu per a l'empresa. Per a il·lustrar-ho serveixi el següent exemple. Booking és la companyia líder en reserves hoteleres. En el seu web et suggereix que contractis un vehicle amb un *rent-a-car* local. En arribar al destí, la quantitat de demanda que ha generat Booking satura totalment la seva *partner* que no dona l'abast. El resultat és un descrèdit per al prescriptor (Booking) per tant, si es llança un producte complementari, s'ha de comprovar que aquest tindrà, almenys, la mateixa qualitat de servei.

#### 1) Màrqueting digital B2C *versus* vendes B2B:

L'analista haurà de ser capaç de determinar la freqüència de compra d'un client-tipus de B2C i si la repetició d'aquesta consumeix o no recursos (el consumidor es recordarà de la marca i ja no utilitzarà el servei de Google o bé ho farà tot com si fos la primera vegada?).

En mercats *one-shot* o de repetició de compra superior a 6/12 mesos, la inversió en publicitat en línia és molt erosionadora de caixa: la venda no deixa pòsit. Per contra, la venda a través d'un *reseller* (potser del món *off-line*) té un alt cost de captació, però genera un recurrent en derivar clients de manera constant. Un risc a considerar és que si la tecnologia de la *start up* no és una cosa gaire difícil de copiar i el volum aportat pel *reseller* és significatiu, hi ha un risc d'integració vertical per part d'aquest i desapareixerà la font de clients al mateix temps que naixerà un nou competidor amb massa crítica.

## 5. Conclusions

- Les *Due Diligence* sobre *start ups* tenen molt poc a veure amb les de les empreses consolidades: la incertesa és molt més gran, començant pel possible èxit o no del producte o servei.
- Els pactes de socis poden regular les relacions entre inversors i *founders*, però si són asimètrics poden resultar un incentiu perquè la part perjudicada trobi un camí de rescabament pel seu propi compte.
- Les inversions en *start up* són d'alt risc i les coses que poden anar malament són moltes i variades. Pretendre definir-les i delimitar-les totes és pecar de supèrbia.
- Una de les claus de l'èxit/fracàs de la relació *founder*/inversor és el diàleg: abans d'entrar han de quedar clars els interessos de cadascun d'ells, durant la convivència s'ha d'evitar l'excessiva fiscalització i la híper exigència i a la sortida o desinversió... es tracta de no intentar guanyar l'últim euro!
- El model de negoci ha de ser sostenible en el temps i, si no ho és, s'ha de tenir clara la seva temporalitat.
- És important centrar-se només en els indicadors clau i no sofrir d'ex-cés de dades, ja que sovint menen a conclusions contradictòries.

## Referències bibliogràfiques

- ARIMANY-SERRAT, N. i TARRATS-PONS, E. (2016) "Catalan family companies with high growth during the crisis period". *Intangible Capital*, Vol. 12, Issue 5, pp. 1205-1307.
- AUTIO, E.; WONG, P. K. i REYNOLDS, P. (2003) "National factors influencing the prevalence of 'high-potential' start-ups". *NUS Entrepreneurship Centre Working Paper*, Vol. 11.
- BARBER, B. M. i ODEAN, T. (2000) "Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors". *The Journal of Finance*, 55.2: 773-806.
- BRUNET, I. i ALARCON, A. (2008) "Rural Tourism in Catalonia. Enterprise Strategies". *Revista Internacional de Sociologia - REV INT SOCIOL.* LXVI. 10.3989/ris.2008.i49.86.
- BYGRAVE, W.; HAY, M. i REYNOLDS, P. (2002) "A study of investing in 29 nations composing the global entrepreneurship monitor". Paper presented at the KAUFFMAN ENTREPRENEURSHIP RESEARCH CONFERENCE, Boulder, CO. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5(2), 101-116.



Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció  
L'últim Col·legi d'Especialistes de Catalunya de Finançes, Barcelona  
info@acció.org  
www.acció.org  
@AssociacioACCIÓ