

Analizando *start ups*: reflexiones clave para evaluar invertir en ellas

JORDI MERCADER
Grup Infinitum

Fecha recepción: 06/10/2021

Fecha aceptación: 28/11/2021

RESUMEN

Invertir en *start ups* (empresas que empiezan y a la que se les augura un rápido crecimiento) tiene una mezcla de componentes procedentes, unos de la emoción, y los otros de la reflexión.

Sin balances estabilizados, con cuentas de pérdidas y ganancias que tienen más de lo primero que de lo segundo y tesorerías ajustadísimas, la decisión de invertir es una decisión de alto riesgo, pero hay una serie de indicadores que podemos tener en cuenta y que nos serán útiles para ponderar este riesgo. No son solo indicadores cuantitativos, también hay, y muchos, de cualitativos. Desmenuzar estos indicadores y establecer los criterios clasificatorios (a veces del tipo “pasa-no pasa”) es el objetivo del presente artículo.

Abordaremos temas como el análisis micro/macro donde va a moverse la empresa, temas como la composición accionarial o *cap table*, el equipo emprendedor, los activos que van a desarrollarse con la inversión (y los que se tienen antes de ésta), los mecanismos con que se cuenta para obtener ventas, el proceso de lanzamiento de nuevos productos, etc.

Daremos un repaso a los aspectos básicos a tener en cuenta en el acuerdo de inversión y profundizaremos en la alineación (o

no) de intereses entre los distintos *stakeholders* que concurren en la iniciativa: socios, fundadores, clientes, empleados, etc.

El artículo es a su vez una herramienta de reflexión y una lista de comprobación de aspectos básicos a tener en cuenta antes de llevar a cabo la inversión.

La intuición del inversor y la “química” entre las partes debe hacer el resto.

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

PALABRAS CLAVE

Start up, Fundadores, Pacto de socios, inversores.

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. Introducción

Dentro del elenco de posibilidades inversoras (fondos de inversión, inmuebles, cryptos...), las *start ups* se han posicionado en los últimos años como una alternativa altamente atractiva. Combinan alto riesgo y alta esperanza de rendimiento; exigen habilidad en la elección (no solo del modelo de negocio sino también del equipo emprendedor); implican un compromiso con la sociedad (y, por ello, gozan de buena imagen); requieren cierta actuación en el seguimiento de la participada y... ¡no es apto para cardíacos!

Invertir en una *start up* no se automatiza. Las empresas «no cotizadas» son de todo menos transparentes, no por mala fe de quien las gestiona sino porque oscilan (o pivotan, como se expresa ahora).

Intentar poner algo de ciencia a una inversión que es muy intuitiva es lo que pretende el presente capítulo. El reto será que el análisis sirva para afianzar una decisión que ya se ha tomado...

2. ¿Qué son las *start ups*?

El fenómeno *start up* está de moda, al menos el anglicismo, porque esto de crear empresas se remonta a la noche de los tiempos...

El concepto *start up*, no obstante, podríamos decir que se diferencia de la creación de empresas tradicional en todos o en alguno de estos aspectos:

1. Es un modelo escalable, esto significa que a medida que crecen las ventas disminuye de forma muy significativa el impacto de los costes fijos a diferencia, por ejemplo, de montar una red de tiendas donde los costes fijos evolucionan a saltos (cada vez que incorporo un local en mi negocio, incorporo los costes fijos del nuevo alquiler).
2. Pueden existir economías de red, es decir, el valor de la empresa aumenta cuanto mayor sea el número de usuarios (por ejemplo, Infojobs o Wallapop).
3. Va dirigido al «gran mercado», pretende vender mucho a precios relativamente bajos que vender de forma selectiva a precios más altos.
4. Admite accionistas externos al círculo del emprendedor que esperan, más que dividendos, una plusvalía importante cuando la compañía se venda.

3. Localización, negociación y cierre de operaciones de inversión en empresas no cotizadas: el análisis micro/macro

Existen innumerables fuentes para obtener lo que en argot se denomina «deal flow», es decir, oportunidades de inversión en empresas en fases evolutivas primarias: escuelas de negocios, foros de inversión, portales... y, cómo no, la recomendación o el efecto tirón del «White horse» o inversor cualificado al que se le reconoce cierta capacidad para identificar empresas atractivas.

Cuando se examina si un modelo puede ser ganador o no, se analizan el macro y el micro entorno en aspectos como:

- a) Tamaño del mercado al que va dirigido:

Siguiendo con el concepto descrito en la introducción que las *start ups* normalmente operan con altos volúmenes en unidades pero bajos precios, se considera que tamaños inferiores a 500 M de euros anuales son mercados de nicho que son difícilmente atacables a través de los buscadores o redes sociales.

- b) Presencia de competidores significativos:

Los mercados tienden a construirse rápidamente. De hecho, se parte de la base que no se crea ninguna necesidad sino que se satisface de forma distinta utilizando tecnología. El proceso de desarrollo de esta es simultáneo en distintas partes del territorio y, en sus albores, compiten más o menos con las mismas armas y enfoques parecidos hasta que uno de ellos, o bien consigue una ventaja tecnológica difícil de copiar (difícil, en el mundo de *start up*, equivale a 6 meses) o bien consigue una importante capitalización que le permite separarse de

sus rivales. Esta capitalización está vinculada a dos conceptos clave: capacidad para invertir en tecnología y capacidad para soportar pérdidas. Al fin, aquella empresa que consiga un tamaño 6 veces superior a su inmediato perseguidor ostenta una posición cuasi monopolística lo que arroja un extrabeneficio que obligará a sus seguidores, bien a especializarse en un nicho, bien a intentar emular al primero con una nueva capitalización.

c) Barreras a la entrada:

El itinerario de la *start up* suma casi tantos aciertos como errores y realiza innumerables «pivotaciones», eso es, cambiar de forma significativa la manera de enfocar el negocio. Con estos cambios de rumbo, la *start up* tarda más en conseguir su objetivo, no ya el MVP (mínimo producto viable) sino equilibrar el flujo de caja o, lo que ya sería perfecto, llegar al ansiado *break even*. Un nuevo competidor en la industria puede acortar camino observando solo la web del pionero y, en algunos casos, fichando alguna persona clave de esta. Por lo tanto, el elemento determinante será la automatización de las operaciones a través de un *software* específico desarrollado o adaptado *ad hoc* por la empresa líder. Si la ventaja competitiva es solo la idea o la habilidad para invertir en Google *ads*, la barrera a la entrada se nos antoja como cuasi inexistente.

d) El papel de la Administración:

La Administración pública tiene tres posibles interacciones con la *start up*:

1. Puede ser compradora de bienes y servicios. La Administración, actuando de compradora, se caracteriza por ser muy rigurosa en la fase de adjudicación, lenta en la toma de decisiones, incumplidora en sus plazos de pago y poco exigente en la recepción del servicio por lo que el hecho de asignar a uno y no al otro genera ventajas competitivas inmediatas como pueden ser: el efecto seguimiento de otras administraciones afines o el aumento brusco del volumen de negocio de la *start up* pero, por otra parte, también puede impactar negativamente como por ejemplo creando tensiones de tesorería sin fecha de resolución.
2. Puede regular el mercado. En España existen unas 120.000 leyes, 80.000 de las comunidades autónomas y unas 40.000 del propio Estado. Aquí cabe sumar las ordenanzas municipales, las leyes europeas y alguna otra regulación existente en algún sector específico. Una ley puede prohibir una actividad o una manera de realizarla o bien puede empujarla hasta altas cotas. Las leyes son capaces de convertir algo poco útil en obligatorio y también son

capaces de limitar la libre empresa o el desarrollo de algo nuevo. También hay algunas normas erráticas: primero permiten, después restringen, luego prohíben para después volver a permitir. Cuanto más local es la norma, mayor riesgo comporta.

3. Puede empujar a unas en detrimento de otras. La administración también puede actuar generando diferencias entre competidores, no solo con sus compras de bienes o servicios sino también con su política financiera: subvencionar, prestar o avalar a uno y no al otro puede ser clave en la lucha competitiva y en la propia supervivencia: en España, los préstamos Enisa, en Catalunya los avales de Avalis...
- e) La aparición de sustitutivos:
- Un sustitutivo es un producto o servicio que satisface mejor una necesidad que otro o lo hace a mejor precio.
- Cuando una *start up* lanza un nuevo producto o servicio lo hace, normalmente, atendiendo a una necesidad insatisfecha o inadecuadamente satisfecha pero no necesariamente aquello será el producto o servicio definitivo. Hay lo que llamamos productos/servicios de transición que pueden tener mucha demanda por la carestía inicial pero esta desaparece cuando hay otro mejor. Un ejemplo del sector digital fue Terra, la que llegó a ser la tercera marca más conocida en España y desapareció con el auge de Google.
- f) El papel de los agentes fuera del país: competidores, *stakeholders*, intermediarios necesarios...

4. Examinando la empresa (iniciativa) con lupa

Si esta primera aproximación al mercado y sus agentes tiene más a favor que en contra de la inversión, toca bajar al detalle de la empresa en cuestión.

La *Due Diligence* de la empresa condicionará la negociación y, por ende, el pacto de socios. Veamos algunos de los aspectos clave:

- a) La *cap table*, eso es, quiénes son los accionistas y qué porcentaje tienen cada uno de ellos de la compañía.
- En la *cap table* normalmente aparecen las distintas primas de emisión de las anteriores ampliaciones de capital si es que las ha habido. Tres aspectos claves a contemplar observando la lista de accionistas:
1. ¿Conservan los fundadores el control sobre la compañía? Bien a través del capital o bien a través de lo que establezca el pacto de socios.

2. ¿Tienen las primas de emisión coherencia? Es decir, si la empresa ha hecho distintas rondas, ¿los que han entrado posteriormente han pagado más por la acción que sus antecesores?
3. ¿Los «founders» han puesto dinero realmente? y ¿es esta cifra significativa respecto a su patrimonio? Aquí lo que se busca es saber, si la empresa cierra, realmente ¿cuánto dinero van a perder los promotores?

b) ¿Cómo están organizadas las operaciones?

Hemos comentado anteriormente que un requisito importante para invertir en una compañía es su escalabilidad que significa que se reducen los costes al aumentar el volumen gestionado. Las *start ups* tienen 3 cortes importantes en su evolución:

1. El precio de venta cubre el Coste de Adquisición del Cliente (CAC).
2. El precio de venta cubre los costes de ventas de los productos vendidos (COGS).
3. Las ventas son superiores a los costes totales Normalmente el CAC se reduce por el volumen de ventas debido a la curva de aprendizaje en la gestión del SEM (*Search Engine Marketing*: coste de *ad-words* en Google) y por un mejor posicionamiento SEO (*Search Engine Optimization*: posicionamiento «natural» o sin coste en Google). Asimismo, las COGS deberían también reducirse porque la empresa usa un sistema altamente automatizado.

Huelga decir que los costes fijos, a no ser que estén al límite del salto a nivel superior, tendrán un comportamiento favorable en la evolución del beneficio al repartirse entre más unidades.

La realidad, no obstante, es algo distinta. La reducción de costes unitarios aunque tendencialmente es clara, oscila con altibajos en un periodo corto de tiempo analizado. Si la revisión se hace en un momento alcista de costes (por ejemplo porque se ha cambiado la estrategia SEM) puede parecer que la empresa va a peor. También puede suceder que, como las unidades que prestan servicio en las fases iniciales son tan escasas, cuando se incorpora un recurso nuevo, suben los costes porque este no se saturará hasta al cabo de un determinado tiempo.

c) ¿Existe *software* propietario?

Las *start ups* pueden llegar a desarrollar *software* propio, a veces partiendo de aplicaciones ya existentes, otras veces partiendo casi desde cero.

La disposición de un *software* propietario puede constituir una ventaja competitiva siempre y cuando la arquitectura sea abierta (lo que implica que sea programable por terceros que no sean los que la di-

señaron originalmente, ya que si no la empresa es rehén de estos programadores) y sea lineal, es decir, no se haya construido «a pedazos» lo que impediría incorporar nuevas funcionalidades.

d) ¿Quiénes son, realmente, los miembros del equipo?

Normalmente los CV de los fundadores son sólidos: buena formación académica y experiencia en empresas o puestos similares pero lo que figura en el CV tiene escasa utilidad en la *Due Diligence*. Es necesario profundizar en aspectos como:

1. Cómo son y cómo se comportan en actuaciones profesionales. Aquí son útiles desde las comprobaciones de referencias (no solo en otras empresas sino en las mismas escuelas o universidades donde cursaron sus estudios) hasta los test psicotécnicos (cómo son de constantes, cuáles son sus puntos fuertes y débiles, cómo reaccionan ante las adversidades). La cuestión es: ¿si sometemos a mil pruebas a los candidatos a trabajadores de las empresas, por qué no hacemos lo mismo con los emprendedores que reciben fondos de inversores?
2. ¿Qué compromiso tienen para/con la empresa?, esto es, su vinculación ¿es afectiva? (les gusta lo que hacen y lo que van a hacer) o ¿es punitiva? (no tienen nada mejor que hacer o pueden perder mucho dinero).
3. ¿Cómo están de saneadas sus finanzas personales? Un exceso de recursos personales puede ser contraproducente (baja la motivación para conseguir mejor posición). Por el contrario, una excesiva carencia puede inducir a comportamientos no apropiados o, incluso, fraudulentos.
4. ¿Cómo es la relación entre los *founders*? Si la relación es de amistad intensa podría ser que entre ellos se «taparan» los errores, si los intereses no están alineados (uno apuesta a largo plazo sacrificando consumo actual y el otro, por poner un ejemplo, prefiere maximizar su ingreso hoy), el conflicto estallará tarde o temprano. También debería observarse si existe un liderazgo claro o puede haber conflicto de egos.
5. ¿Cuál es el plan de contingencia si uno de los *founders* o todos abandonan la empresa? Por más que el pacto de socios ponga cláusulas de permanencia estas no son capaces de poner magnitudes de rendimiento así que, si un *founder* quiere irse, encontrará la manera.

e) ¿Están alineados los intereses de todos los *shareholders*?

Usualmente consideramos que hay dos maneras de monetizar una inversión: el dividendo más o menos recurrente y la plusvalía obte-

nida en la venta total o parcial de la compañía. Es necesario saber, pues, qué opción eligen los *shareholders*, incluidos los *founders*. Para un inversor diversificado, la opción de la venta se antoja como la más frecuente y se da la circunstancia que su exigencia de retorno sobre la empresa que va bien debe asumir las pérdidas de otras empresas en las que ha invertido que no llegan a buen puerto. Esto significa que, si aceptamos como válida la hipótesis ampliamente compartida que solo el 20% de las inversiones realizadas pueden tener plusvalías significativas, la exigencia mínima de retorno en la venta es un múltiplo de 5 para estar en *break even* de cartera. Si la tasa de acierto del inversor en *early stage* baja al 10%, este múltiplo se eleva a 10 veces la cantidad invertida, cifra nada desdeñable. Si consideramos que el inversor no entra en el momento inicial sino algo más tarde, aunque haya pagado una prima de solo 2 veces, elevaría el requerimiento de múltiplo entre 10 y 20 veces (depende de la tasa de acierto en la gestión de cartera) lo que podría impedir ventas de acciones (si tuviese algún derecho de veto). Desde la óptica del *founder* que no está diversificado, la exigencia de múltiplo puede ser demasiado alta para sus intereses. Quizás ellos (los *founders*) podrían ver con buenos ojos una salida a una cifra inferior. Esta no confluencia de intereses puede ser desalentadora para los que dirigen la empresa que podrían buscar otras fórmulas de retribución (vía sueldos por ejemplo).

El choque frontal puede producirse en la estrategia primigenia ya que los *founders* pueden solo perseguir dividendos: porque es su modo de vida, porque la empresa es su motivación personal y profesional o porque, sencillamente, no tiene otra vía para colocar el excedente que obtendrían de la venta con semejante rentabilidad ya que, no lo olvidemos, son emprendedores en un sector, no inversores profesionales.

Este tipo de cuestiones deben abordarse, necesariamente, antes de los acuerdos de inversión siempre y cuando la compañía disponga de caja suficiente para, llegado el caso, abortar la operación por no coincidencia de intereses. De ello se desprende que si la entrada del inversor se produce en una situación de debilidad de la empresa invertida, los *founders* pueden verse obligados a aceptar cláusulas muy duras de *drag along*, cláusula que permite a unos accionistas arrastrar u obligar a vender a los demás con unas condiciones predefinidas. Con la entrada del nuevo capital, los *founders* pueden ver el error que les condujo su desesperación para la obtención de fondos de la empresa y actuar, después, de forma inadecuada para

resarcirse lo que puede conllevar situaciones litigiosas que desgastaran a quienes dirigen la empresa y que pueden conducirla al cierre por pérdida de foco en la gestión.

f) ¿Cuáles son los riesgos y las contingencias legales?

Pensar que solo los litigios abiertos en juzgados son posibles contingencias es no tener en consideración que la empresa es un ente vivo. Si, además, la compañía es disruptiva en el sector puede que su competencia «tradicional» esté preparando una ofensiva para neutralizar el crecimiento de la primera y esto no se percibe en una somera revisión de casos abiertos. Es necesario que el responsable de la *Due Diligence* se interne en el sector y actúe como «abogado del diablo», es decir, pueda realizar las suposiciones de riesgos aunque estos no los hayan sopesado los *founders*. Este tratamiento un tanto «imaginativo» del trabajo del investigador puede ser tachado de excesivo celo profesional. Asimismo, intentar incorporar estos riesgos no contrastables en un pacto de socios parece poco menos que una quimera. Quizás será necesario frenar en un momento u otro la determinación de las responsabilidades de unos riesgos que ni siquiera los *founders* conocían. De hecho los *founders* son también socios y las posibles pérdidas provocadas por estas situaciones también les afectan a ellos. Capítulo aparte son las contingencias de tipo fiscal. Sirva un ejemplo para ver su magnitud: Una empresa tecnológica que empieza a andar destina muchos recursos a «crear producto» o «desarrollar la infraestructura». El PGC es algo difuso entre lo que es activable y lo que no, es decir, no está muy claro que debe ir a la cuenta de gasto (pérdidas) o a la cuenta de activo. Como es sabido, siempre es mejor (cuando se pueda) optar por la financiación bancaria (mucho más barata, entre otras virtudes) que acudir a rondas de ampliación de capital que producen diluciones. Si la empresa «activa» algunos gastos (de forma más o menos justificada) reduce pérdidas y mejora su balance lo que le permite acceder a financiación. Esto mejorará la rentabilidad de los accionistas por el efecto apalancamiento siempre que el coste de la financiación sea menor que la rentabilidad de la empresa. Así, una medida que beneficia a todos los accionistas si la evolución es positiva no puede asignarse solo a los *founders*-gestores si las cosas no funcionan debidamente ya que riesgo y ventura deben ir de la mano. Por lo tanto, intentar repercutir este riesgo en el pacto de socios sobre los gestores no es un trato justo.

g) ¿Cuáles son los sistemas de información de la empresa (los que usan sus gestores para comprobar la evolución del negocio) y cuáles son los sistemas de información a los socios?

Los sistemas de información a la empresa y a los socios deben estar organizados en forma de árbol con accesos restringidos en cada una de las ramificaciones. Por ejemplo, la información de las ventas totales de la compañía es una información de carácter general que se convierte en pública cuando se publican las cuentas de la empresa pero la composición de estas ventas como resultado del producto entre unidades vendidas en unos mercados u otros, de un tipo de producto u otro... y los precios que se aplican en cada segmento puede ser información sensible o estratégica. Conocer cuál es el CAC o el ROI de una empresa de servicios por internet es, a menudo, el corazón del negocio. La *Due Diligence* debe respetar este «secreto» industrial, máxime teniendo en cuenta que se hace antes de la inversión pero incluso después de esta, ¿qué derecho puede tener un minoritario a tener datos clave de gestión? Recordemos que, normalmente, los *founders* tienen en el pacto de socios cláusulas de no competencia y no concurrencia pero los inversores son libres de diversificar su cartera con empresas afines o de negocios cercanos.

- h) La *Due Diligence* debe identificar cuáles van a ser los mecanismos de control y a partir de qué parámetros debe actuarse.

Lo que más acostumbra a preocupar a los inversores cuando de hacer el pacto de socios se trata es todo lo relacionado con la caja y con la posible actuación en beneficio propio de los *founders* y por ello se suelen establecer dos límites: el del endeudamiento y el de la contratación de servicios a empresas vinculadas con los *founders*/gestores. Respecto al tema del endeudamiento cabe señalar que la búsqueda de la rentabilidad por apalancamiento también puede comprometer la viabilidad de la empresa y es necesario fijarlo *ex ante*, de lo contrario la compañía puede verse obligada a la financiación forzada esto es, ante una situación de déficit de tesorería solo queda acudir a cualquier precio al mercado de la deuda.

La contratación de empresas vinculadas a los *founders* debe examinarse al detalle: es posible que en el momento de la inversión ya se estuvieran contratando servicios con organizaciones en los que los gestores tienen intereses, pero esto no es malo de por sí. Según qué tipo de servicios estratégicos (por ejemplo el desarrollo del *software* propietario) no pueden contratarse a cualquiera por el riesgo de un trabajo inadecuado y es posible que los gestores conocieran y vinieran trabajando anteriormente con un proveedor con el que podría ser que tuvieran vinculación, bien sea accionarial o bien sea de parentesco con sus gestores (recordemos que los mercados son pequeños y existen muchísimas interrelaciones entre los agentes). Lo que ocu-

re es que si los vínculos con el proveedor (o los intereses sobre este) son más fuertes que con la empresa invertida (por ejemplo porque la relación inversor-emprendedor se ha desgastado) podríamos observar cierto pivote de foco: de la empresa al proveedor. Por otra parte, y sin llegar a esta situación de cambio de interés, los *founders* pueden decidir contratar a aquellos que les merecen más confianza. Pretender impedir la toma de esta decisión mediante pacto de socios puede ser la excusa ideal que justifique el desacierto en la ejecución de un trabajo concreto.

Si se regula en exceso, por ejemplo obligar a pasar por consejo cada préstamo que necesita la empresa o pedir autorización para contratar una empresa vinculada puede restar agilidad a la *start up*. Recordemos que, usualmente, los consejos están formados por los *founders* y por los representantes de los inversores y estos, normalmente, tienen otras inversiones, participan en otros consejos y tienen poca flexibilidad para reunirse con rapidez y menos si deben coincidir las agendas de todos. El mecanismo de control no puede ser solo una herramienta de fiscalización sino una tabla donde el *founder* puede agarrarse sabiendo que si decide dentro de los parámetros está dentro del acuerdo.

i) Examen de la evolución financiera de la empresa:

Desde esta vertiente debe observarse el comportamiento de las dos líneas básicas de financiación: la que tiene coste (básicamente bancos y alguna que otra entidad pública, muy presente en *start up*) y la que no lo tiene (básicamente proveedores y acreedores).

Cuando una compañía empieza en endeudarse con bancos asume un sobrecoste que debería repartirse entre los años de vida útil del préstamo y no adjudicarlo todo a los primeros. Nos referimos a la comisión de apertura (o análogas) que cae en el momento de la constitución del préstamo y los extra-intereses de las primeras cuotas si se aplica (como es habitual) el método francés (o de mensualidad constante). La *Due Diligence* debería contemplar esta situación ya que el endeudamiento sirve para inversiones que darán sus frutos más adelante, pero los costes vinculados a la financiación son mucho mayores al inicio. Si se trata como una empresa consolidada (no como una *start up*) no se recoge esta sensibilidad y lo que arrojaría el examen es el de una situación peor que la que de verdad acontece.

Respecto a la presencia de los préstamos participativos que son muy comunes en *start ups*, cabe identificar el impacto que tendrá el tramo variable cuando se produzcan beneficios o el coste de cancelación anticipada. Recordemos que un préstamo participativo es un préstamo que tiene un interés vinculado a la marcha de la compañía. En

España el gran prestamista es la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), entidad pública. Sus préstamos, normalmente tienen dos años de carencia y la devolución es en siete. Una característica clave es que tienen la consideración de cuasi fondos propios, eso es, en el orden de prelación de deudas se sitúan justo antes de los accionistas y normalmente no requieren avales.

La financiación vía proveedores o acreedores es, en principio, gratuita. Una primera aproximación es que si el periodo medio de pago a proveedores es superior al periodo medio de cobro de clientes, el crecimiento es favorable pero esta comparación es pobre ya que no tiene en cuenta aspectos como: el periodo de proceso del producto o servicio (desde el acopio de materiales o la captación del *lead* hasta el libramiento a cliente), los sueldos (que se pagan a los 30 días si el trabajador hace más de un mes que está en la empresa), los alquileres... es decir, si se analiza el periodo de pago a proveedores y acreedores debe incorporarse todos los pagos que hace la empresa y el periodo de prestación de servicio para que el análisis sea realista.

- j) Muchas de las *start ups* plantean su negocio a través de internet y confían en el tráfico de Google y redes sociales para arrancar o mantener sus ventas. Ello comporta que sea de especial relevancia el análisis de las métricas de conversión.

Tres son los indicadores a observar, principalmente: el CPL o coste por *lead* u oportunidad de venta, el CPA o coste comercial de la venta, el ROI o tasa de retorno de la inversión en *marketing* digital. Al fin y al cabo, el negocio de internet se describe como un embudo: debes tener muchas visitas a tu web, estas deben mostrar interés (rellenando, por ejemplo, un formulario) y, finalmente deben comprar y pagar. Es necesario que el analista pueda detallar la forma de este embudo: una boca muy grande y una salida muy pequeña puede indicar un esfuerzo baladí en *marketing* digital para un producto que no acaba de convencer (o quizás es la web que falla en su usabilidad). Un embudo parecido a un cilindro puede indicar que perdemos oportunidades por ser excesivamente cautos en la inversión en *marketing* digital. En todo caso, la *Due Diligence* debe ser capaz de dibujar este embudo y ver cómo ha evolucionado.

Es común en algunas *start ups* que han cerrado una ronda que sean muy poco eficientes en capital, sobre todo el que destinan a *marketing* digital. Ello se puede producir porque o la web aún no es estable (se pierden conversiones por defectos técnicos) o bien la capacidad productiva no está dimensionada (se ha invertido mucho en *marketing* y poco en procesos u operaciones) o también puede pasar que el

producto no es exactamente lo que el cliente quiere (o lo que le hemos prometido que es y no es) y abortan la compra al final.

k) Análisis de la secuencia en el lanzamiento de nuevos productos:

Normalmente las *start ups* que consiguen atraer a los inversores tienen un producto interesante, con demanda dispuesta a pagar por él y una cierta capacidad de servicio para atender esta demanda, pero es importante considerar que casi todo lo digital es copiable en un muy corto espacio de tiempo. Esta es una gran diferencia respecto a las empresas de producto: si tú quieres copiar a Tesla no vas a estar 6 meses y ya vas a poder competir con él en cambio, si tú decides hacer una aplicación que coloca tu piso en venta en todos los portales (tipo *housfy*), en muy poco tiempo, unos desarrolladores pueden clonarlo y si consiguen fondos suficientes para hacer un adecuado lanzamiento, destronan fácilmente a la pionera.

Cuando la *Due Diligence* penetra en el campo del análisis del proceso del lanzamiento de nuevos productos debe tener en cuenta aspectos como:

1. ¿Cómo se generan las ideas? ¿Existe un comité, existe una metodología de rastreo en redes, surgen espontáneamente?
2. ¿Cómo se tamizan las ideas? ¿Se chequea con una *fake-web* a la que se arroja tráfico y se mide? ¿Se utilizan entrevistas o encuestas a potenciales clientes?
3. ¿Cuál es el riesgo que se va a asumir en términos de recursos económicos o humanos?
4. ¿Cuál es la V1 del proyecto, es decir, en base a qué se decide parar o continuar al modo que lo hace un piloto respecto a la decisión de despegar o abortar el despegue?

Lo que a veces parece obvio en el proceso de lanzamiento de nuevos productos, como el impulso de los complementarios puede ser negativo para la empresa. Para ilustrarlo sirva el siguiente ejemplo. Booking es la compañía líder en reservas hoteleras. En su web te sugiere que contrates un vehículo con un rent-a-car local. Al llegar a destino, la cantidad de demanda que ha generado Booking satura totalmente a su partner que no da abasto. El resultado es un descrédito para el prescriptor (Booking) por lo tanto, si se lanza un producto complementario se debe comprobar que este tendrá, al menos, la misma calidad de servicio.

l) *Marketing* digital B2C versus ventas B2B:

El analista deberá ser capaz de determinar la frecuencia de compra de un cliente-tipo de B2C y si la repetición de esta consume o no recursos (¿el consumidor se acordará de la marca y ya no utilizará el ser-

vicio de Google o bien lo hará todo como si fuese la primera vez?) En mercados *one-shot* o de repetición de compra superior a 6/12 meses, la inversión en publicidad *on-line* es muy erosionadora de caja: la venta no deja poso. Por el contrario, la venta a través de un *reseller* (quizás del mundo *off-line*) tiene un alto coste de captación, pero genera un recurrente al derivar clientes de forma constante. Un riesgo a considerar es que si la tecnología de la *start up* no es algo muy difícil de copiar y el volumen aportado por el *reseller* es significativo, hay un riesgo de integración vertical por parte de este y desaparecerá la fuente de clientes al mismo tiempo que nacerá un nuevo competidor con masa crítica.

5. Conclusiones

- Las *Due Diligence* sobre *start ups* tienen muy poco que ver con las de las empresas consolidadas: la incertidumbre es mucho mayor, empezando por el posible éxito o no del producto o servicio.
- Los pactos de socios pueden regular las relaciones entre inversores y *founders* pero si son asimétricos pueden resultar un incentivo para que la parte perjudicada encuentre un camino de resarcimiento por su propia cuenta.
- Las inversiones en *start up* son de alto riesgo y las cosas que pueden ir mal son muchas y variadas. Pretender definir las y acotarlas todas es pecar de soberbia.
- Una de las claves del éxito/fracaso de la relación *founder/inversor* es el diálogo: antes de entrar deben quedar claro los intereses de cada uno de ellos, durante la convivencia se tiene que evitar la excesiva fiscalización y la hiper exigencia y en la salida o desinversión... ¡se trata de no intentar ganar el último euro!
- El modelo de negocio debe ser sostenible en el tiempo y, si no lo es, se debe tener clara su temporalidad.
- Es importante centrarse solo en los indicadores clave y no sufrir de exceso de datos ya que a menudo arrojan conclusiones contradictorias.

Referencias bibliográficas

- ARIMANY-SERRAT, N. y 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. y REYNOLDS, P. (2003) «National factors influencing the prevalence of 'high-potential' start-ups». NUS Entrepreneurship Centre Working Paper, Vol. 11.
- BARBER, B. M. y 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. y 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. y 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.
- GREINER, L. E. (1972) «Evolution and revolution as organizations grow». *Harvard Business Review*, Vol. 50, July-August, pp. 55-67.
- GUINJOAN, E.; BADIA, A. y TULLA, A. F. (2016) «New ruralities and rural development. State of the question and application of a new analytical method in Catalonia: The 'rural web'». *Documents d'Anàlisi Geogràfica*, 62, pp. 503-530, <<https://doi.org/10.5565/rev/dag.366>>.



Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció
Edifici Col·legi d'Economistes de Catalunya 4a. Planta, Barcelona
Tel. 93 416 16 04 extensió 2019
info@accid.org
www.accid.org
[@AssociacioACCID](#)