



**Sputnik 4**  
ETAPA 4

# INGRESO DE CAPITAL

EL VIAJE DEL  
EMPRENDIMIENTO  
2020

Temuco, Chile.  
Agosto 2020

**TEODORO  
WICKEL**  
DE LA UNIVERSIDAD  
DE LA FRONTERA

**XOWORK**

**EL VIAJE DEL  
EMPRENDEDOR**  
CORFO



## **DIRECCIÓN DEL PROYECTO**

### **Manuel Hidalgo Zambrano**

Subdirector Vinculación con el Medio  
CFT Teodoro Wickel.

### **Juan José Gutiérrez**

Director Kowork Chile.

## **COORDINADOR GENERAL**

### **Nicolás Jara**

Ingeniero Proyectos Vinculación con el Medio  
CFT Teodoro Wickel.

## **AUTORÍA Y RECOPIACIÓN DEL KIT COMPLEMENTARIO**

Mario Adriasola Muñoz  
Marcelo Peña Lamilla

## **EQUIPO TÉCNICO Y COLABORADORES**

Carlos Leyán  
Pamela Salazar





## OBJETIVO

Profundizar en los conocimientos del Área de Finanzas, según lo dispuesto en la Etapa 4 del Viaje del Emprendedor de CORFO, específicamente en cómo opera el Ingreso de Capital, de modo que la persona emprendedora pueda estar preparada para enfrentar un proceso de Ingreso de Capital con su emprendimiento.

## CONTENIDOS

- Fundamentos del levantamiento de capital y tipos de valorización.
- Revisión del estado y orden contable financiero de la empresa.
- Revisión de la estructura legal anterior a la inversión.
- Estrategias y modelos de ingreso de capital (casos).
- Estrategias para modificación de estructura societaria.
- Funciones y estructura de un Directorio.
- Negociación del alcance del proceso de acompañamiento (si corresponde).

## APRENDIZAJES ESPERADOS

Se espera que el/la emprendedor/a tenga las habilidades y conocimientos necesarios para negociar con inversionistas, estableciendo la mejor estrategia legal y financiera para incorporar el capital en la sociedad.





## INGRESO DE CAPITAL

### 1. FUNDAMENTOS DEL LEVANTAMIENTO DE CAPITAL Y TIPOS DE VALORIZACIÓN

Al momento de fundar una startup, siempre hay que considerar el ingreso de inversionistas que permitan la internacionalización y escalamiento del negocio. Sin el encuentro del emprendedor con el inversionista, no hay startups. Mientras que el/la emprendedor/a lleva la empresa hacia el mercado, el inversionista lleva el mercado hacia el emprendimiento.<sup>1</sup>

Ahora bien, llegado el momento, no es sencillo contactar al inversionista. La primera idea que se le viene a la mente a la mayoría de los emprendedores es cazarlo en un elevador para hacerle un pitch o abordarlo en una actividad social. Esta alternativa es la más compleja, ya que al inversionista le ocurrirá lo mismo que te ocurriría a ti: si un vendedor de algo que no estás buscando te acompaña al cine o al restaurante donde quieres almorzar junto a tu familia, hay posibilidades de que te escuche y se interese, pero es difícil.

Cualquiera de nosotros le presta más atención a las personas que nos presentan nuestros contacto. Por ello, si tienes a un conocido en común que te lo pueda presentar vía digital o presencial, será todo mucho más fácil. Así, tu primera opción podría ser tener un contacto que te lo presente; y la segunda, salir a conseguir que te escuche. Ahora si te lo encuentras de forma casual y comienzan a hablar de forma natural- y en el camino te das cuenta que es un inversionista- también es una gran oportunidad, porque todo se dará de forma armónica y natural y no se sentirá acosado. No obstante, es poco probable que ocurra.

Luego de superar la etapa del encuentro, evita hablarle de la idea (la mayoría de los inversionistas piensan que las ideas no valen nada) para hacer foco en la ejecución, los procesos que estás realizando para alcanzar tus objetivos y la tracción que estás generando. Ahora, si no tienes ejecución, puedes hablarle de tu idea y tus objetivos, pero tus posibilidades de interesarlo disminuirán. No obstante, en ambos casos podrás hablarle de tu equipo. En casi todas las convenciones de emprendimiento casi nadie habla de los equipos porque este tema no le resulta atractivo a las y los emprendedores/as, pero a los inversores sí les importa. Aprende cómo presentar los aspectos más maravillosos de tu equipo y cómo estos cubren las distintas áreas funcionales y la conexión que generan con la cadena de valor. Si te cuesta, quizás no tengas el equipo que necesita tu emprendimiento.

<sup>1</sup> La palabra "invertir" viene del latín *invertere* formada con el prefijo *in-* (hacia dentro, como en incorporar, inculcar, inflar) y el verbo *vertere* (verter, girar, dar vueltas).



---

*“Todos los emprendedores buenos son comprometidos, son trabajadores, son buenos comunicadores, todos tienen el famoso brillo en los ojos... Eso lo tienen todos los buenos... ¡y todos los malos! ¡Son exactamente iguales! Eso no me sirve para discriminarlos”. (Luis Martín Cabiedes)*

---

Si logras captar su atención lo notarás y sentirás el deseo de pasar toda la semana junto a él, pero evita esta emoción y déjalo respirar. Si él quiere seguir hablando te lo hará saber, pero si no te quiere hacer más preguntas, ni saber más de tu negocio, pídele una reunión y déjalo tranquilo. Si le interesa, te contactará, pero trata de no cortarlo tú o irte mientras él quiera saber cosa: lo principal es que estés atento/a a interactuar y dejarlo ir cuando quiera cerrar la conversación inicial. Lo más fácil es causar una mala impresión y no hay dos oportunidades para una primera buena impresión.



Si no quiere darte una reunión, pídele su correo. Utilizando este canal todo es más difícil, frío y distante, pero es mejor a quedar en nada. A través de un correo se pueden lograr muchas cosas. Lo importante es que seas respetuoso, agradable, sintético (él no querrá que le envíes todos los detalles del negocio, a menos que te lo pida). Si escribes algo largo y con detalles, probablemente pase de largo y siga en sus ocupaciones.



Busca las frases y datos claves que te permitan explicar el negocio, no tu esfuerzo, sacrificios, historia personal o méritos. El inversionista no es tu amigo, ni fan. Ponte en el lugar de él y entrégale la información precisa. No obstante, puedes personalizar la información con el espíritu de empresa, pero sin usar frases desagradables, llenas de lugares comunes, como: “Te voy a dar la oportunidad de invertir en...”, “Después de oír mi presentación, tú me darás las gracias a mí por venir a...”, “Te volverás millonario gracias a nosotros...”, “Vamos a revolucionar...”, “Somos el Google/Spotify/Uber/Amazon de...”, “Te contamos el proyecto si nos firmas un acuerdo de confidencialidad”. Esta última frase es la más negativa, ya que indica que crees que las ideas tienen valor.

Muchos inversionistas creen que las startups en etapa semilla son muy valiosas, dada la potencia de escalar; pero no son pocos los inversionistas que creen que una startup en etapa semilla vale cero y que solo comienzan a adquirir valor a medida que comienzan a validar su valor con ventas a clientes reales de lugares concretos. No obstante, ambos perfiles de inversionistas tienen claro que la idea no vale nada o casi nada.

Cuando una empresa está en las primeras etapas de su crecimiento es difícil estimar cuál es su valor en términos financieros. La escasa trayectoria de las startups impide que puedan emplearse métodos de valoración tradicionales, que tienen en cuenta parámetros económicos como la facturación y métricas sobre su éxito en el mercado, puesto que estos datos son casi o totalmente inexistentes. Sin embargo, valorar una startup es imprescindible a la hora de levantar rondas de financiación. Por eso, asumiendo las grandes dosis de incertidumbre asociadas a las empresas jóvenes, los inversionistas emplean estrategias de valoración alternativas, entre las que destaca el denominado método venture capital, entre otros que revisaremos a lo largo de este documento.

En los últimos años hemos podido observar el giro del panorama inversor debido a la proliferación de startups. Muchos inversionistas que antes elegían empresas tradicionales, hoy se encuentran totalmente abocados al mundo de las startups por la escalabilidad que pueden alcanzar con muy poco capital e infraestructura (a pesar de su elevado riesgo de supervivencia), el contexto de liquidez en los mercados y tipos de interés en mínimos históricos. Y el primer paso de acercamiento de los inversores está caracterizado por el Term Sheet o letter of intent (carta de intenciones).<sup>2</sup> Luego viene la etapa del Investor Pack, en la cual te reúnes con el o los inversionista(s) y les entregas los documentos básicos (resumen ejecutivo o One Pager, presentación de la startup, documentación financiera). Algunos inversionistas pedirán la versión inversores y la versión clientes- por separado- que permitan el análisis inicial de tu startup.<sup>3</sup> Luego de superar esta etapa pasarás a las Rondas de Inversión tales como: FFF: Friends, Fools and Family o entorno cercano, Semilla/Seed (business angels), serie A (fondos de Venture Capital<sup>4</sup>, generalmente nacionales) y serie B,C,D (Venture Capital, Valoración PRE-MONEY<sup>5</sup>)

<sup>2</sup> Este documento refleja los términos y condiciones fundamentales bajo los que el inversor accederá a inyectar capital en la startup y que regirán mientras dure la relación entre éste y sus fundadores.

<sup>3</sup> El inversionista siempre esperará que tengas listos los documentos. Si le dices que se los enviarás en un par de días, probablemente le estarás diciendo: “hasta luego”.

<sup>4</sup> Venture Capital no es lo mismo que el capital riesgo. El Venture Capital se utiliza en fases o proyectos más “arriesgados” que incluye Private Equity (fondos enfocados en generar crecimiento en empresas muy consolidadas).

<sup>5</sup> La valoración pre money es el equivalente a valoración pragmática e indica cuánto dinero vale la startup antes de que consiga el dinero que busca. Por ejemplo, si buscas 100K y opinas que tu empresa vale 500K, tu valoración PREMONEY es de 500K. Por esta razón, la valoración POST-MONEY: es el dinero que vale tu empresa sumándole el dinero que consigues al cerrar la ronda. En el caso anterior, tu valoración POSTMONEY sería 600K (500K Pre-money + 100K).



Si el inversionista decide invertir en tu startup, la etapa siguiente es la temida Dilución<sup>6</sup>, la cual hace referencia a la entrada de nuevos inversionistas.

Entendido la anterior, en los siguientes apartados trataremos los fundamentos del levantamiento de capital y los tipos de valorización ¿De qué se trata el levantamiento de capital y cómo se puede valorar una startup?

## 1.1 Diseñar un modelo de negocio Desde la perspectiva del inversionista

El primer paso para iniciar un proceso de levantamiento de capital es definir e implementar un modelo de negocio que sea claro para el accionista. Las decoraciones y flecos solo dificultarán el análisis y podrán llevar a percibir la propuesta como una venta de humo. El inversionista querrá entender qué es el negocio (qué se vende y cuánto dinero queda), cómo funciona (quién es el cliente, cuál es su problema, por qué es valiosa la solución, etc.), cuándo se realizará (usualmente se presenta el mínimo viable centrado en el presente, acompañado de una promesa a futuro, pequeños planes de negocio proyectados a 3, 5 y 10 años), dónde se realizará (una ciudad, países o sitios online) y por qué es un negocio (diferenciación, rentabilidad, retorno para el inversionista, posibilidades de escalar, etc.)

## 1.2 Identificar a los competidores

A los inversionistas generalmente no le gusta escuchar que no hay competencia, porque les hace pensar que el mercado está muy inmaduro o que nadie quiere lo que se intenta ofrecer. Tener claro quiénes son los competidores potenciará la confianza del inversionista en la propuesta.

Esto no es un sesgo del inversionista. Lo piden porque en todos los negocios hay competencia (directa, indirecta o sustituta) y, si de verdad no la hay, es probable que la propuesta no sea un negocio. Por ejemplo, la leche Colún compite con la leche Soprole y con otras leches pero ¿Qué ocurre cuando se inventa algo nuevo? Netflix tuvo que competir con Blockbuster, Facebook con Messenger y éste con los mensajes de texto y las llamadas telefónicas. Siempre hay competidores, incluso cuando no existe la demanda. Por ejemplo, el Iphone de Jobs, compitió con las cámaras fotográficas, cámaras de video, computadores, celulares, en simultáneo. Cuando aún nadie demandaba Iphone, él creó la demanda para luego entregar la oferta, pero tuvo que enfrentar una competencia férrea que supo sortear de gran manera.

En definitiva, cuando alguien dice que no tiene competidores indica que sabe poco del negocio. Una buena plataforma para iniciar la indagación es Pitchbook (base de datos de empresa y startups tecnológicas) y Google, pero, posteriormente, hay que diseñar un proceso propio que

<sup>6</sup> La Dilución es el "control" que pierdes a nivel accionarial de tu empresa cuando entran nuevos socios. Si hoy tienes el 100% y mañana entran dos socios y cada uno se queda con un 10%, te habrás diluido un 20%.



permita entender a qué necesidad o deseo hace referencia el negocio que se espera presentar al inversionista.

### **1.3 Pitch, Storytelling, Modelo, primeros números y Due Diligence**

Como ya hemos mencionado en otros documentos, la primera impresión es lo que cuenta, porque *“no existen dos oportunidades para una primera buena impresión”* (Oscar Wilde). Pero aun así, es necesario reforzar esta idea para que todas y todos comprendamos su profundidad y alcances en el ámbito del emprendimiento y las rondas de inversión.

Un buen impacto inicial ayuda a entablar relaciones sólidas, porque los humanos tomamos este tipo de decisiones en los primeros segundos de nuestra interacción interpersonal. En tan solo unos segundos nos formamos imágenes de la personalidad, carácter, estabilidad, en base a nuestros prejuicios. Y, como los inversionistas son humanos, también lo hacen. Lo curioso es que, por lo general, analizamos muy bien en los primeros 30 segundos. Al parecer, los humanos no somos buenos para aparentar lo que no somos durante los primeros segundos de interacción, considerando además que todo comunica: el lenguaje corporal, imagen visual, vestimenta, atuendo, estatura, gestos, tono de voz, cadencia y timbre, las palabras que elegimos y la frases armadas que traemos muy preparadas para intentar conseguir inversión, así como el orden que logramos imprimirle a la presentación de nuestro modelo de negocio.

Si el pitch sale bien, se puede solicitar una segunda reunión para ver pormenores del modelo de negocio, videos explicativos y números más detallados. Muy pocas personas emprendedoras logran llegar a esta etapa y si lo logras ya no debes actuar en lógica pitch, sino más bien en una que te permita contar la historia de tu negocio de una forma atractiva, a la vez que te permita dejar claro los detalles técnicos, principalmente los relacionados con los números. Si en esta etapa no te va bien, es probable que te despachen, pero también es posible que te ofrezcan liderar otro negocio que el inversionista tenga en carpeta, porque ya le habías gustado como emprendedor/a, aun cuando tu negocio sea un mal negocio desde la perspectiva del inversionista. En caso contrario, si pasas esta etapa, es necesario que tengas la capacidad para entregar toda la información que el inversionista te solicite.

Por último, mantén el foco. Si el inversionista se da cuenta que estás pidiendo financiamiento, mientras estás haciendo un segundo o, peor aún, un tercer proyecto, probablemente dude de tu capacidad para llevar el negocio a buen puerto.

### **1.4 La importancia del equipo**

Un equipo bien armado, competente y sin igual, es muy atractivo para los inversionistas. Tanto o más que el mismísimo modelo de negocio. Por esta razón, es una muy mala señal que el



inversionista se dé cuenta de que conformaste el equipo con las personas que tenías cerca, por amistad u otras variables ¿Te imaginas que el entrenador de una selección deportiva mencione en la conferencia que construyó el equipo con las personas que tenía cerca, y que sabían jugar en los distintos puestos que se requerían? Sería una pésima señal. Esto no se trata de intentar engañar al inversionista, sino de asumir la importancia de armar la mejor selección de talento, para sacar adelante el negocio.

Si el inversionista infiere que no cuentas con el equipo ideal, asumirá que no tienes ninguna opción de sacar adelante el negocio.

Un buen equipo es el que logra multiplicar conocimientos, habilidades y talentos. Lo ideal es que al menos una persona sepa del negocio, que otro sea experto en lo técnico y que un tercero sea también cliente. A esto, se le debe sumar que las áreas funcionales básicas a cubrir son: producción, marketing/ventas y finanzas, aunque últimamente suele ser prioritario tener a un informático que se haga cargo de los ámbitos digitales. Lo importante es disminuir las debilidades y potenciar las fortalezas, porque nadie puede ser tan bueno/a, como todos/as juntos/as. Busca gente distinta que esté dispuesta a interactuar, aprender, cooperar y trabajar por un propósito común.

## 1.5 La importancia del capital en tu negocio

El inversionista querrá que tengas tu modelo de negocio definido y un plan de acción para el mes cero de la inversión y los siguientes años. Valorará que sepas cuánto necesitas y por qué lo necesitas. Si te ofrece el triple de lo que buscas y te entusiasmas será una muy mala señal, ya que le comunicarás que no sabes qué hacer respecto a la gestión empresarial, la relación con las y los clientes, la cantidad de ventas que puedes lograr, la participación de mercado que puedes alcanzar, etc.

Si no estás preparado para enfrentar al inversionista privado, el ecosistema chileno tiene etapas anteriores que son StartUp Chile, el ScaleUp, el SAF, entre otras opciones de financiamiento público.

Quizás hayas escuchado algunos de los métodos de valorización de empresas y startups. Se sugiere analizar múltiples de EBITDA, del DCF (Discounted Cash Flow), o del valor patrimonial de la compañía, entre otras opciones. No obstante, al final del día, una empresa o una startup, vale lo que un comprador está dispuesto a pagar por ella. Por eso, se pueden dar valoraciones irracionalmente altas o absurdamente bajas, aunque es muy raro que un vendedor infravalore su emprendimiento, a menos que necesite el dinero en forma urgente, lo cual usualmente deja en evidencia un grave problema del modelo del negocio: la inminente disolución del mismo.

En el caso de las startups, la falta de referencias históricas fiables hacen que la máxima de la valorización sea aún más decidora. La startup vale lo que los inversionistas estén dispuestos a pagar por lo atractivo de la propuesta, la reacción de los clientes-clientes-usuarios ante la oferta, las personas que participan u otras variables, entre las cuales también está presente la ilusión. Por esto último, los inversionistas evitan analizar desde factores emocionales, puesto que lo que resulta increíble en una primera instancia, suele ser no-creíble a largo plazo.



## 1.6 La valorización de las Startups

Una de las cosas que más preocupa a los fundadores es cómo valorizar su startup; de hecho, no son pocos los emprendedores que no saben cuánto vale, ni cómo averiguarlo. Quedando confinados a la máxima que plantea que la startup vale lo que esté dispuesto a pagar el inversionista. De hecho, valorar una actividad comercial es un arte y una ciencia que se puede aprender y practicar. La ciencia está en la posibilidad de indagar en distintos modelos de negocios para comparar y construir un múltiplo de ingresos o EBIDTA, mientras que el arte está en la evaluación del equipo, los clientes potenciales y la caracterización de la innovación y la tecnología a utilizar.

¿Cuánto vale mi startup? Es una de las preguntas que toda persona emprendedora se hace en algún momento, ya sea porque quiera lograr una ronda de financiación, porque busca venderla o por simple curiosidad. Lo difícil es saber ¿En qué basarse? Como primer paso, se pueden utilizar tres tipos de criterios principales: los objetivos, los subjetivos y los totalmente subjetivos.

- **Objetivos:** facturación presente, la futura, la escalabilidad, el aumento de usuarios, el crecimiento objetivo de la empresa, los gastos a deducir, etc.
- **Subjetivos:** posibilidades de crecimiento, el previsible aumento de facturación, los beneficios esperables, la posición en el mercado, etc.
- **Totalmente subjetivos:** la originalidad de la idea, el potencial de mercado, la reacción que podrían tener los clientes, etc.

Luego de separar los criterios y teniendo en cuenta que a los inversores no les interesa escuchar los totalmente subjetivos, puedes comenzar a pensar en los criterios de evaluación de los inversionistas. Las startups que no tienen flujos de cajas o que no han desarrollado ningún tipo de beneficio se pueden valorar más allá de lo monetario (equipo, gestión, tecnología, etc.) y, posteriormente, en la visualización monetaria generada a través de la comparación de empresas o startups similares (múltiplos de ingresos o EBIDTA). Una vez que se han realizado ambas actividades entendiendo a la industria en la que participan.

No obstante, como dice el inversor Rodolfo Carpintier: “Una Startup vale lo que alguien quiera pagar por ella”.

## 1.7 Valorización de mercado

En esta metodología, el valor de mercado representa al valor de un producto, bien o servicio, determinado por la oferta y demanda del mercado, como importe neto que un/a vendedor/a puede obtener de la venta en condiciones estándares.



Según las Normas Internacionales de Valoración (<http://www.ivsc.org>), el valor de mercado es definido como: “la cantidad estimada por la cual una propiedad podría ser intercambiada, en la fecha de valoración, entre un comprador y un vendedor en una transacción en condiciones de plena competencia dónde las partes actúan con conocimiento y sin coacción”.

No obstante, el valor del mercado abierto no siempre coincide con el precio del mercado (el precio que usualmente se paga por el producto o servicio), ni con el valor razonable (perspectivas de las dos partes en negociación). Existen diferentes teorías que tratan de explicar esta conceptualización del valor de mercado como herramienta de negocio subjetiva, que está en función de la percepción del vendedor y el comprador, ya que cada uno puede tomar diversos parámetros en consideración.

Por esta razón, es complejo verificar el valor de mercado abierto. Se dice que los fundadores suelen “sobervalorar” el valor de mercado de su emprendimiento, mientras que los inversionistas suelen “infravalorar” los emprendimientos.

Las críticas en torno a la valorización de mercado abierta

Respecto a las startups, ahora que se empieza a hablar de otra potencial burbuja de gran escala (de características similares a la de las puntocom), y que reguladores como la SEC han anunciado propuestas para investigar los procesos en los que se establecen las valoraciones antes de la salida a bolsa. Pero sin duda, no será fácil llegar a un acuerdo, porque es realmente difícil valorar una startup. Por ejemplo, en el microuniverso de los unicornios tecnológicos (compañías no cotizadas a las que se les atribuye un valor superior a los mil millones de dólares), nos encontramos con recorridos diversos y disímiles. Algunas startups han salido a bolsa (Snapchat, Alibaba, Twitter); otras han sido integradas por otros gigantes del sector (WhatsApp); otras han perdido dinero de los inversionistas (Dropbox) y otras han conmocionado al mundo por sus caídas estrepitosas e inesperadas (We Works). El factor común parece ser, según el estudio Squaring Venture de la Universidad de Stanford y la de British Columbia, que la mayor parte ha sido sobrevalorada.

Sin embargo, emplear otros métodos como los múltiplos de compañías comparables sobre los resultados o sobre las ventas, no resulta sencillo, ya que son difíciles de aplicar cuando las startups que están en fase desarrollo presentan pérdidas o cuando no tienen casos de startups similares para tomar como referencias de comparación.

Por otra parte, la aplicación de enfoques tradicionales de valoración -en particular la valoración mediante el descuento de flujos de caja estimados- no está reñida con las características de las startups, ya que permite evaluarlas críticamente (palancas de valor, identificación de riesgos asociados, generación de escenarios comparativos, etc.) Además, la base del modelo de negocio (el retorno sobre el capital invertido) y su resultado (el valor añadido para el accionista) son los mismos que en las empresas tradicionales. No obstante, la mayoría de las startups en etapa inicial no tienen flujos estables, ni procesos consolidados.

Una vez, que se tenga una noción clara sobre la capacidad de generar valor por parte de la startups, se puede estimar el futuro valor de venta de la misma y traerlo al presente para obtener el precio al que se podría invertir en el momento actual, según el retorno requerido por el inversionista, teniendo en cuenta: la dilución esperada, la madurez de la startup, la calidad del equipo o el entorno competitivo. No debe olvidarse que, según un estudio de la Kauffman Foundation, los fondos no consiguen recuperar su inversión en un 52% de los casos, siendo la media de sus pérdidas del 85%.



## Enterprise Value

Usualmente conocida por sus siglas en inglés (EV), es la diferencia entre la capitalización bursátil de una compañía y su deuda financiera neta. Por ejemplo, una empresa que tiene una capitalización bursátil de 500 millones de pesos, tiene deudas por valor de 100 millones de pesos y dinero en caja con un importe de 50 millones. El cálculo del valor de empresa es: Valor de empresa = 500 millones + 100 millones – 50 millones = 550 millones de pesos.<sup>7</sup>

Al ser una métrica bastante completa y útil, es utilizada de forma frecuente por los inversionistas, a la hora de la valoración, sobre todo por compañías de Private Equity. Mas el principal problema de forma de calcular el valor de empresa, viene del hecho de que no es posible conocer el valor de mercado de las deudas de una compañía, ya que son deudas privadas que no se encuentran en mercados cotizados. En estos casos, lo más habitual es utilizar el valor contable de la deuda como una buena aproximación a su valor real, pero en este caso, es posible que existan deudas no reflejadas en el balance y en este escenario se debe analizar la memoria que permita reflejar este tipo de deudas que la empresa debe afrontar en el futuro. También es posible encontrar empresas con valorización negativa, en el caso que tenga más dinero en caja, que la suma de la deuda neta y la capitalización bursátil. A estos casos se les llama irracionalidades del mercado (se dan en momentos de depresión del mercado) y son grandes oportunidades para los inversionistas.

La forma más común de utilizar el valor de empresa es compararlo con el EBITDA (“Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones”) dando como resultado el ratio EV/EBITDA. Pero hay otras formas de valoración, que expondremos en lo que sigue del documento.

### 1.7.1 Valoración por múltiplo de ganancias estándar y modelos de ingresos recurrentes

Esta valorización se genera a partir de la oscilación del múltiplo (generalmente 5-8X y en los negocios SAAS 8-12X) el beneficio promedio de los últimos 3 años (36 meses). Esta valorización entrega una gran visión del flujo de efectivo libre y de la métrica que permite generar valor incremental para el inversionista. Teniendo claro lo anterior, hay que considerar otros factores como la deuda anterior o las rondas de financiamiento, así como el capital intelectual

<sup>7</sup> El valor de empresa se calcula para que el inversionista sepa el dinero que debe desembolsar para hacerse del negocio con una posición neutra. Al comprar un negocio que cotiza en la bolsa por 500 millones y que tiene 100 millones de deuda y 0 dinero en caja, el inversionista deberá invertir 600 millones por ese negocio (valor de la empresa = 500 de capitalización + 100 de deuda) En cambio, al comprar un negocio por 500 millones, sin deudas y con 50 millones en caja, su valor de empresa son 450 millones (500-50 millones), ya que el coste de hacerse con el negocio será de 450 millones, al poder obtener 50 millones de caja para financiar la operación. Por lo tanto, cuanto mayor es la deuda de una empresa, mayor es el valor de empresa, y cuanto mayor es su dinero en caja, menor es el valor de empresa.



del producto o servicio. En algunas ocasiones los desarrollos tecnológicos patentados pueden aumentar exponencialmente el valor de la empresa o startup, aun cuando esta no tenga ninguna venta.

### 1.7.2 Valor del equipo humano en el mercado

Este tipo de valoración representa a los inversionistas que valoran las ideas, los problemas y sus soluciones, las competencias técnicas del equipo, entre otras variables de carácter intangibles que son difíciles de cuantificar y monetizar. Esto es aún más notorio cuando la empresa o startup se encuentra en una fase muy temprana, ya que todo lo que se quiere medir se vuelve intersubjetivo. En este caso, los inversionistas suelen medir los conocimientos, experiencias y capacidad de ejecución del equipo; el liderazgo real de las personas encargadas de sacar adelante el negocio (este factor es muy relevante en proyecto TI) y, además de lo anterior, se suele realizar una valoración del mercado potencial del nuevo negocio, en función del equipo y sus líderes. Así, el inversor intenta extrapolar el valor futuro del negocio que no es posible de apreciar en el presente.

### 1.7.3 Cinco X más

En muchos casos las y los inversionistas prestan menos atención a los números (métricas de ingresos mensuales y proyecciones) que a la jugada que pueda realizar a través de la startup. Muchos esperan recibir entre un 20% a un 25% de retorno, 5x la cantidad recaudada.

La apuesta de la persona inversionista es maximizar la valoración. No obstante, sacrificar mucho en la primera ronda de financiamiento clausura las propuestas que la startup les puede ofrecer a otros compradores en una segunda ronda de inversión. Los inversionistas siempre querrán obtener porcentajes importantes por poco dinero, pero los emprendedores con experiencia querrán vender poco, para guardar entradas mayores de capital en el futuro.

### 1.7.4 Valoración de startups mediante múltiplos y comparables

A pesar de que existen metodologías muy bien desarrolladas como el data sets del profesor Aswath Damodaran de la Stern School of Business de la Universidad de New York, sigue siendo muy complejo utilizarlas en el análisis para la valoración de una startup, en tanto estas suelen ser muy distintas unas de otras, no tienen históricos sino más bien proyecciones, no tienen ingresos o tienen muy pocos ingresos y su EBITDA suele ser negativo los primeros años. Entonces ¿Cuándo usar una valoración por múltiplos? Básicamente, cuando su modelo de negocio esté validado y funcionando, o sea, cuando la startup (búsqueda del modelo) comience a funcionar como empresa (modelo consolidado).

Los múltiplos tienen sentido cuando la startup pasa a fase growth, y se enfrenta a una ronda A. De ahí en adelante, esta forma de valoración tiene sentido. No obstante, se puede usar bajo un parámetro de modelos de negocio comparables.

¿Qué modelos de negocio tienen sentido y qué fórmulas podemos usar? Modelos de negocio SaaS (Software as a Service) y Modelos de Suscripción, porque este tipo de modelos de negocio suelen evaluarse mediante múltiplos del ARR (Annual Recurring Revenue o ingreso



anual recurrente). Usualmente las estimaciones más adecuadas se realizan en torno a 5 x ARR (valoración a través de métricas). Es por ello que es necesario realizar varios cambios a esta forma de valorar, para ajustar al mundo startup. Si la startup tiene un churn relevante (entre el 2% y el 4%), y no crece a un ritmo rápido, el múltiplo se puede ajustar a 2 x ARR y 4 x ARR. En cambio, si el churn anual está estable en 1,5% al mensual y la compañía crece entre 2 x ARR y 4 x ARR, el múltiplo puede oscilar entre 4 y 6, y por ende, tener un valor entre 4 x ARR y 6 xARR, siendo 5 x ARR el valor medio.

Una startup que tenga un crecimiento por encima del 50% anual, aumentará el valor del múltiplo y podrá valorarse entre 6 x ARR y 8 x ARR. Pero en el caso de los ecommerce y otros negocios digitales que hayan pasado la etapa de puesta en marcha, pueden valorarse además, por su tráfico, rotación, marca, logística y gestión digital. Por esta razón, es muy común que la valorización de los ecommerce se exprese mediante la fórmula 1,5 x ingresos. En cambio, en los Marketplace hay que tener en cuenta los márgenes, CAC, LTV, etc. lo cual suele llevar a la fórmula 1 x GMV (Gross Merchandise Value o Valor Total de las Transacciones por la Plataforma)

Este tipo de valoración permite hacer cálculos rápidos del valor del negocio, pero es demasiado concreto para los modelos de las startups. Solo es útil, cuando estas se encuentran en fase growth, con historial de datos, cuentas claras y otros negocios similares que sirvan como bases de comparación.

### 1.7.5 Valorización dada por el exit o salida

Otros inversionistas buscan construir grandes negocios operativos que les permitan obtener participaciones grandes al momento de la venta. Este tipo de inversionistas buscan tener un gran control para obtener un monto grande dinero y mucho espacio para apostar en su salida, al momento de vender su participación.

Para lograr esto, se debe realizar una buena negociación en la primera ronda de financiamiento, para asegurar buenos términos para la segunda o tercera ronda de inversión (generar incentivos para hacer crecer la empresa en forma exponencial). No obstante, los pasos varían de acuerdo al caso específico de cada negocio: En algunos se busca conseguir el exit en la primera ronda y en otros se buscan ganancias mayores en las rondas siguientes, basadas en los ingresos o el EBIDTA.

Este método de salida también se conoce como análisis de liquidación o análisis cascada y cada inversionista debe crear sus tablas de análisis de acuerdo a los negocios en los que desea invertir. Por eso, resulta relevante intentar entender la lógica de los compradores interesados.

### 1.7.6 Valorización por Flujo de caja descontado o Financiera

La clave de las y los inversionistas que prefieren este método se basa en una estimación del mercado total (de los productos o servicios de la startups) y su crecimiento esperado, para luego pronosticar la adquisición de participación de mercado en un cronograma, proyectando el flujo de caja, identificando los costos fijos y las variables de la startups y las necesidades del capital



de trabajo y gastos del capital. Después, se toman las provisiones y se generan diversos escenarios (conservadores, optimistas, etc.)

Las y los inversionistas que prefieren este método, asumen que las startups suelen fracasar y diluirse y les aplican una tasa de descuento a sus pronósticos, para considerar el riesgo de la inversión. Esta tasa de descuento varía de acuerdo a la etapa del ciclo de vida del producto servicio (semilla, temprana, expansión, tardío, etc.). Todos estos números deben basarse en fuentes de datos empíricos que sean lo más confiables posible.<sup>8</sup>

Otro de los criterios más comunes – aunque también se trata de una alternativa compleja– pasa por analizar cómo está siendo la trayectoria financiera (o el run rate) de tu startup. Es decir, cuánto está facturando, qué gastos está generando, cuál es el beneficio final, qué evolución ha seguido, etc.

Pero, ¿por qué decimos que este también es un criterio medianamente complejo? Porque, salvo unas pocas excepciones, la incertidumbre en estos casos es enorme, y las cifras de facturación de un mes muchas veces no tienen nada que ver con la de los meses siguientes y los subsiguientes. Por eso, a las y los inversionistas que aprecian esta forma de valorización, les interesa saber el número de clientes, de usuarios y todo lo que sea fijo o medianamente fijo en el modelo de negocios.

### 1.7.7 Valoración de comparación

A diferencia de las otras formas de valorización, esta no intenta ser científica ni intuitiva, ya que busca centrar todo en la comparación y es una de las más utilizadas por las y los inversionistas de todo el mundo. El secreto que realizan es evaluar las operaciones de otras empresas similares y compararlas con las operaciones de la startup evaluada. Este modelo muchas veces no logra establecer precios, porcentajes y valoraciones precisas, pero entrega un muy buen punto de partida.

Es muy utilizado para los acuerdos de fusión y adquisición de empresas que cuenten con símiles que permitan la comparación. Por ende, no es muy útil para startup en etapa inicial, ya que no es fácil buscar comparaciones que permitan proyectar escenarios negativos o positivos. Por esta misma razón, la desventaja de este modelo es que la valorización puede variar de forma dramática, de acuerdo a las condiciones de mercado. Por ejemplo una startup puede obtener grandes réditos, mientras que otra que haga lo mismo puede desaparecer al poco tiempo de la puesta en marcha, porque la gente la concibe como una copia o como una empresa con mal servicio, u otra variable. Por esto, se dice que valorización se da en función de los caprichos y juicios de los inversionistas.<sup>9</sup>

¿Por qué las startups en América Latina no valen lo mismo que las startups en EEUU?

El valor de tu startups puede depender de muchos factores, incluso el tipo de ronda que buscan, el monto deseado, el tipo de startup y el lugar donde están construyendo el negocio. Además, existen más de nueve fórmulas para empezar a estimar el valor de tu startup, pero hay que tener

<sup>8</sup> La construcción de una valoración de esta manera, ayuda al fundador a tener conversaciones significativas de valuación con los inversores y dirige la conversación hacia las suposiciones reales que generan valor. Esta valoración evita las apuestas a ciegas.

<sup>9</sup> Es importante aclarar que todos los tiempos de valorización responden a proyecciones que pueden variar de acuerdo a las condiciones impredecibles del mercado. La sensación de exactitud no las hace infaliblemente más exactas.



cuidado con esas, si tu compañía está en Latinoamérica. Las startups tienden a tener una valoración menor a la de sus pares estadounidenses, pero eso no es necesariamente malo.

En Latinoamérica, puede resultar más difícil encontrar otras compañías similares para hacer una comparación. Siempre se puede usar startups estadounidenses para estimar y después bajar el valor un 50% para llegar a una valoración más adecuada para la región. Sin embargo, estas fórmulas sólo ayudan a acercarte a un monto, son estimaciones y la valoración pre-money verdadera siempre se determina en la negociación con inversionistas.

### 1.7.8 Valoración corporativa basada en el cliente

También llamado método emergente, busca incorporar los elementos más importantes de la valoración corporativa a través de una valoración centrada en el cliente (adquisición, retención y monetización obtenida de los clientes). Este método busca ser preciso y para lograrlo se plantea elaborar análisis predictivos (muy sofisticados) del cliente para descubrir qué tan bien está seduciendo los clientes, qué tan bien se están fidelizando y cómo se está obteniendo dinero de ellos.

Dicha información es ingresada por el inversionista a un modelo estándar de valoración de flujos de efectivo descontados, para obtener una estimación de la valoración global de la startup.

### 1.7.9 Valorización por Plan de Negocio

Este método es muy empleado por emprendedoras/es que aún no inician actividades y por las y los que están comenzado la puesta en marcha, precisamente porque no tienen resultados tangibles que medir. Por esta misma razón, los inversionistas no se interesan por planes de negocios de empresas que no han partido o que están partiendo.

Paradójicamente los emprendedores que ya cuentan con tracción casi no usan esta forma de valoración al preferir proyectar el valor futuro (utilizan los resultados como una promesa hacia los buenos resultados que se tendrán en el futuro), aun cuando la valoración por plan de negocio sí resulta atractiva para los inversionistas, pues los datos del plan de negocio le muestran la operación presente.

Lo bueno del plan de negocio es que entrega un análisis exhaustivo del negocio y su proyección financiera, pero la debilidad es que los resultados concretos casi nunca coinciden con los que se plantean en el papel. Además, la mayoría de los planes de negocio de los emprendedores terminan señalando que el negocio conquistará medio mundo luego de un par de años.

### 1.7.10 El Método Ventur Capital

Dada la enorme complejidad de valor a startups a través de metodologías tradicionales, el profesor Bill Sahlman de Harvard, planteó en 1987 la posibilidad de estimar la valoración presente de una startup en base a las expectativas de retorno que tenga un inversor de cara a un exit o un evento de liquidez futuro. Dicha propuesta se extendió por prácticamente todos los ecosistemas de emprendimiento e innovación del mundo.



El método venture capital es uno de los más utilizados en las inversiones realizadas durante las etapas iniciales de crecimiento de las startups, mas la técnica tiene algunas limitaciones, al basarse en los ingresos futuros y la especulación. No obstante, al no existir una forma clara de evaluación, se le considera el más representativo del mundo startups.

La técnica engloba una serie de conceptos necesarios para efectuar los cálculos y aplicar la estrategia, entre ellas la Valoración postmoney (o post-money valuation)<sup>10</sup>, la Valoración premoney (o pre-money valuation)<sup>11</sup> Una vez que se tienen estas variables, se resta a la valoración postmoney, la inversión efectuada. Estos es: Valoración premoney = valoración postmoney – inversión. Lo cual indica el previsible Valor terminal de la startup (o terminal value) al momento del Exit.

Esto es, el retorno sobre la inversión (o ROI por sus siglas inglesas). Esta cuantificación sugiere un análisis financiero que, en el caso de las startups, expresa el retorno económico de la inversión aportada en caso de que se produzca el exit en años posteriores. Normalmente, se expresa como un múltiplo de la cantidad inyectada por los inversores y su fórmula queda de la siguiente manera:  $ROI = \text{Valor terminal de la startup} \div \text{Valoración postmoney}$ .

### **Valoración postmoney = Valor terminal de la startup ÷ ROI**

No obstante, para que esta lógica funcione, se asume que no se venderán más participaciones de la startup en el futuro, ya que si se venden más participaciones, el porcentaje que adquiere el inversor no permanece constante entre la ronda de contribución a la de desinversión o salida.

Lo bueno de esta metodología es la gran capacidad de simplificación que otorga al proceso de valorización. Lo malo, es lo poco realista del supuesto de no venta de nuevas participaciones, ya que las startups suelen necesitar inyecciones económicas recurrentes, para crecer y escalar. La temida dilución casi siempre aparece, incluso en los casos menos pensados. Una de las formas más sencillas de estimar la dilución en el análisis, es asumir que la participación se reducirá a la mitad. Es bueno que lo sepas al momento de negociar, porque el inversionista lo sabrá.

#### **1.7.11 Charly.io**

Plataforma inteligente de asesoría financiera automatizada para StartUps que ofrece set de herramientas simples para optimizar el proceso de inversión y acompañamiento. <http://www.charly.io/>

María Alejandra López, se convirtió en la primera CEO de Charly.io, una plataforma que está siendo utilizada por Corfo y StartUp Chile. Actualmente, tiene la mayor base de datos

<sup>10</sup> Valoración que alcanza una startup tras cerrar una ronda de financiación.

<sup>11</sup> La valoración de la empresa antes de cerrar una ronda de financiación.



de proyectos tecnológicos de la región latinoamericana, a los cuales analiza en tiempo récord mediante diversas variables cuantitativas y cualitativas, a partir de análisis comparativos con miles de empresas de la región, permitiendo identificar proyectos innovadores y de alto potencial de crecimiento.

Las herramientas que proporciona Charly se pueden utilizar en todas las etapas de desarrollo de las startups, facilitando la gestión de convocatorias, procesos de selección, evaluación, seguimiento y valorización, ya que utilizan modelos que permiten evaluar el potencial futuro de estas compañías, basados en información real de mercado, modelos regresivos, progresivos y probabilísticos, y algoritmos propietarios de Machine Learning y Analítica Predictiva.

#### 1.7.12 <https://www.crunchbase.com/>

Plataforma para observación de información empresas y otras startups. La plataforma obtiene la información de cuatro maneras: con el programa Venture, Machine Learning y un equipo propio dedicado a la recolección de datos y la comunidad.

#### 1.7.13 Otros métodos de valoración.

Otros métodos son el método de Valorización Combinada, valorización por inversión personal, método de Beneficio bruto x método de múltiple del competidor, método Berkus, entre otros.

### 1.8 Buscar la rentabilidad

Un temor recurrente de las y los inversionistas es que su capital sea ocupado por el emprendedor para sobrevivir. Asimismo, muchos emprendedores transforman el capital de riesgo de su primera inversión en una suerte de estabilidad laboral, y por esta razón lo estiran para poder vivir con ese dinero el máximo de tiempo, por miedo a que el negocio no se vuelva rentable y que no se pueda acceder a una segunda ronda de financiamiento. El inversionista



ingresa el dinero esperando que el emprendedor lo arriesgue en la búsqueda de la rentabilidad empresarial, no para asalariarlo. Por esta razón, los inversionistas valoran a los fundadores que buscan la rentabilidad desde el primer día del negocio.

Los esfuerzos de los fundadores por ingresar capital en los que se postergue la generación de utilidades suele ser una mala señal para las y los inversionistas, porque la empresa no dependerá de su gestión. Pero cabe destacar, que muchos negocios enormes como Twitter, pasaron muchas años, buscando nada menos que el propio modelo de negocio, algo muy básico, que no estuvo resultado por muchos años.

## 1.9 Búsqueda de nuevos socios

Ingresar capital incorporando socios (como personas privadas o como fondos) es una práctica relativamente habitual, pero muy compleja. Lo importante en estos casos es que la comunicación fluya desde un inicio, para que todos tengan claro la visión de la empresa y deseen respetarla y seguirla.

Lo más complejo de esta práctica, es que el ingreso de un socio (persona natural) o un fondo de inversión, generalmente pone en jaque el propósito de la empresa, y esto pone en tela de juicio el modelo de negocio. Esto puede generar una crisis y diversos conflictos desgastantes y agotadores, que pueden llevar la empresa a su quiebra. Los problemas entre socios son los más difíciles de llevar para una organización.

## 2. REVISIÓN DEL ESTADO Y ORDEN CONTABLE FINANCIERO DE LA EMPRESA

Los estados financieros son una presentación financiera formal y estructurada que expone la posición financiera y las transacciones realizadas por una startup. Su objetivo es entregar

información sobre la posición financiera, resultados de operaciones y flujos de efectivo de la startup; y será de utilidad para las y los funcionarios en la toma de decisiones económicas, como por ejemplo, los inversionistas.

Los estados financieros proveen información relacionada con los Activos, Pasivos, Patrimonio, Ingresos, Gastos y Flujos de efectivo de las startups y esta información es la meta final de la contabilidad, a través de la cual se busca registrar, clasificar y resumir en términos monetarios las transacciones de estas y la interpretación de sus resultados.

Por esta razón, usualmente se menciona que la contabilidad constituye un medio de comunicación de datos operativos y financieros, cuya máxima expresión se encuentra en los Estados Financieros.



Cuando hablamos de estados financieros, generalmente pensamos en el Balance porque es la herramienta más popular en el público general no especializado en el área. Éste es uno de los elementos fundamentales para realizar un análisis financiero y puede servir para conocer el estado financiero de la startups.

Para poder trabajar en este ámbito es necesario identificar las partidas fundamentales del activo, como el inmovilizado, circulante, pasivo, fondos propios, acreedores a largo plazo y acreedores a corto plazo.

El Balance nos da una pista de cuál es la situación financiera de la startup, ya que se trata de una “fotografía” que muestra con detalle la situación de la empresa en un momento concreto. Para lograr esto también es importante evaluar los ratios, liquidez, solvencia, rentabilidad, ratios de liquidez, ratios de gestión, ratios de calidad de deuda, ratios de deuda financiera. Mediante el análisis del Balance junto a los cálculos de las Ratios, podremos conocer el Estado financiero en el que se encuentra la startup.



## **2.1 Desventajas de los estados y orden contable financiero**

Muchas de las cifras que presentan en los estados financieros no siguen patrones homogéneos, ya que suelen ser saldos resultantes de una serie de cargos y abonos, e incluso combinaciones de saldos ¿Por qué esto representa una debilidad? Porque se dificulta la interpretación y es, precisamente esto, lo relevante.

Los juicios personales afectan la valorización de los activos presentados en el balance general, así como a la utilidad del ejercicio indicada en el estado de ganancias y pérdidas; al extremo de que distintas opiniones y procedimientos arrojaran notables diferencias en esas informaciones contenidas en dichos estados.

Los valores monetarios asignados, tanto a los activos como a la utilidad o la pérdida, muchas veces carecen de objetividad y precisión. Además no señalan la realidad económica actual.

## **2.2 Ventajas de los estados y orden contable financiero**

Los estados financieros exponen una idea que se ajusta al status económico-financiero general de la startup, facilitando a la gerencia la orientación hacia el logro de mejores utilidades y la planificación más eficiente y productiva.

Los informes que emergen del análisis de los estados financieros facilitan el control y la orientación a la gerencia en organizaciones administradas por personas distintas a sus dueños. La gerencia no busca entender los procesos y procedimientos, sino entender "qué" ocurrió, "por qué" ocurrió, "cuándo" y "dónde". La constatación del hecho, por sobre las justificaciones, contextos y situaciones.

## **2.3 La utilidad del estado y orden contable financiero**

Los estados financieros se preparan para obtener y presentar una revisión periódica que permita reflejar el progreso de la startup, la situación de las inversiones en el negocio y los resultados obtenidos durante el periodo que se estudia. Expresa una combinación de Hechos Registrados, tales como: compras, ventas, pagos, cobros, efectivo en caja, total de cuentas por cobrar, etc. Además establece los principios y convenciones en cuanto a procedimientos, evaluaciones,



amortizaciones, agotamiento, etc., y Juicios Personales en lo referente a: cuentas incobrables, valuación de inventarios e intangibles, vida útil de los activos fijos, etc.

Los análisis de los Estados Financieros expresan cifras frías (sin interpretación) que se deben analizar en profundidad, para poder comprender las transacciones que las originaron y los métodos y procedimientos aplicados. Si esto se hace bien, el contador, administrador o economista, podrá(n) tomar las decisiones administrativas correctas. Por esta razón son importantes al interior de la startup y externamente (acreedores, bancos, inversionistas reales y potenciales, entre otros).

### 3. REVISIÓN DE LA ESTRUCTURA LEGAL ANTERIOR A LA INVERSIÓN

Es evidente que cada día hay más startups y emprendedoras/es dispuestos a crear más startups. Desafortunadamente, muy pocos emprendedores entienden los ámbitos legales relacionados a su organización.

En el ámbito legal, preparar una compañía para recibir inversión externa comienza con la puesta en marcha o incluso, cuando se diseña el modelo de negocio. Desde la elección de la entidad jurídica (corporación o sociedad anónima) hasta la manera en que se estructuren las cuotas de



participación, los derechos de control y las decisiones iniciales que podrían afectar significativamente su atractivo para inversionistas externos más adelante. Al emprender, es vital entender la forma más adecuada de escalabilidad y captación de inversores, clientes y socios comerciales, cumpliendo un mínimo protocolo legal.

Habitualmente se suele recurrir a inversores externos y con ello se reciben a nuevos socios inversores. No obstante, el ingreso de nuevos socios es una cuestión que ha de evaluarse con detenimiento, ya que condicionará el futuro y desarrollo de cada proyecto. No es raro que los primeros inversionistas sean amigos o familiares, que se quedan con el 50% del negocio al poner 500M pesos iniciales. Esto perjudica cualquier tipo de desarrollo y lo peor es que, la mayoría de las veces, son las y los emprendedores lo que hacen este tipo de propuesta. Generalmente, por poca experiencia e ingenuidad. Si la startup tenía alguna posibilidad de crecer, se pierde y si tenía alguna posibilidad de conseguir un inversionista, se pierde por la misma causa ¿Cómo alguien que no hace nada y que puso tan poco capital es socio/a?

Normalmente, en la fase de arranque de una startup, se puede encontrar financiación mediante los denominados “Friends & Family” y a través de los “Business Angels”. Pero hay que tener cuidado, en tanto estas aportaciones carecen, en general, de un interés comercial por parte de los inversores. De hecho, en muchos casos se trata de colaboraciones casi altruistas.

El segundo método de inversión más utilizado por las startups en la fase de arranque son los Capitales Ángeles. En general, son personas con experiencia en la creación de negocios y en financiamiento e inversiones. A diferencia de los amigos o familiares, en inversor ángel buscará tener una participación activa, aportando capital, conocimiento y experiencia, lo que justifica su participación en el negocio.

Un fondo de inversión privada realiza inversiones en compañías muy variadas (cartera de compañías) y su participación empresarial en la startup puede ser parcial o total; su aportación puede ser en efectivo o financiada por deuda. Algunas transacciones de inversión de Private Equity pueden ser altamente apalancadas con financiación de deuda (de ahí el acrónimo LBO para "apalancamiento").

Pero ¿Qué debes tener en cuenta? La protección de los derechos relativos al core business de la startup y la forma jurídica adecuada para desarrollar el proyecto y captar inversión.

Dichos aspectos jurídico-legales son sumamente importantes en el ámbito interno (funcionamiento y gestión del negocio y de la startup, relación entre los socios, etc.) como en el externo (protección contractual frente a terceros actores como clientes, proveedores, financiadores o administraciones públicas, y cumplimiento de todas sus obligaciones legales y contractuales).

El primer aspecto interno a tener en cuenta es, ¿la iniciativa es de una sola persona interesada en empezar en solitario o se trata de una sociedad de dos o varias personas? Lo segundo, limita eventuales responsabilidades asociadas al negocio y es útil para levantar capital. En el segundo caso, hay que definir el porcentaje de participación en la startup, las posibles entradas y salidas de nuevos socios, etc. Estas cuestiones se regulan a través de un documento contractual denominado comúnmente como pacto de socios. Ahora bien, en el caso de que avances en solitario, también debes tener claro si tendrás socios a futuro o qué rol esperas que tengan las y los accionistas.

Luego, debes evaluar cómo proteger la propiedad intelectual e industrial. Este aspecto es muy importante en el caso de las startups con un claro perfil tecnológico y que apuesten por un



proyecto innovador. Del mismo modo, es importante registrar la web, nombre de marca, entre otras cosas, como los requerimientos sobre protección de datos.

Probablemente, a corto plazo también será necesario evaluar los cambios legales en el ámbito del teletrabajo y las indicaciones para las empresas.

En síntesis, no sólo se trata de fundar una startup que sea exitosa, sino se debe construir una que se pueda proyectar a largo plazo. A menudo, esto requiere un nivel de financiamiento del cual no dispone la mayoría de fundadores de compañías startups. Por supuesto, asegurar inversión externa no es tan fácil como suena. Hay que tener en cuenta, al menos, los siguientes temas:

- Si se optará por una corporación o una sociedad anónima
- Cómo se estructurarán las acciones de la startup
- Clases de acciones de la startup
- Definición de las rondas de inversión
- Implicaciones legales de los títulos de valor
- Documentación de la startup
- Estrategia de salida

**Para profundizar en estos últimos conceptos, te dejamos los siguientes link:**

- <https://jiahkimlaw.com/es/business-planning-es/guia-de-companias-startup-como-estructurar-tu-empresa-para-recibir-inversion-externas/>
- <https://www.svs.cl/educa/600/w3-article-747.html>

## 4. ESTRATEGIAS Y MODELOS DE INGRESO DE CAPITAL (CASOS)

En el primer semestre del 2020 los principales indicadores financieros del mundo se desplomaron por emergencia sanitaria COVID- 19 y los índices de Wall Street no fueron la excepción. Las consecuencias en diversos ámbitos de los distintos países ha vuelto inciertas las implicaciones económicas, y por esta razón nos hemos enterado que muchos inversores se han deshecho de los activos de riesgo y de los activos en general, en busca de liquidez.

El Dow y el S&P 500 sufrieron sus mayores pérdidas porcentuales en cuatro días desde la venta masiva de diciembre de 2018. Estos descensos sitúan ambos índices de referencia aproximadamente un 8% por debajo de sus máximos históricos registrados a principios de este mes.



No obstante, hay algunas empresas que han sorteado bien esta crisis y que incluso se han beneficiado. Algunos de estos casos son Zoom y Netflix, aun cuando diversos inversores profesionales y destacados a nivel global veían un escenario tremendamente incierto. <https://es.investing.com/analysis/estrategias-de-inversion-en-tiempos-de-coronavirus-200434502>



La mayoría de las startups no están listas para recibir capital cuando lo solicitan y cometen el error de aceptar cualquier inversión sin meditarlo previamente. Recuerda que vincularte con el inversionista equivocado o con el fondo erróneo no te agrega valor. Cuando se levanta capital antes de tiempo pierdes poder de negociación, ya que no se cuenta con la madurez necesaria ni la tracción requerida por el inversionista, lo que podría resultar en ceder una participación accionaria demasiado elevada.

Piensa ¿Por Qué Zoom y Netflix lograron llegar tan lejos? Si la participación accionaria que intercambias por la inversión está desproporcionada perderás motivación y ganas de continuar empujando tu startup, ya que la mayoría del valor de esta dejará de ser tuya. Es difícil mantener una startup sin un flujo de efectivo saludable, pero también es difícil recibir una inversión cuando no sabes qué hacer con el dinero o, peor aún, cuando te falta dinero para sobrevivir, porque la inversión no irá destinada al apalancamiento.

## 4.1 ZOOM

Zoom Video Communications, con sede en San José, California, ha logrado subir sus acciones casi un 41% desde el 21 de Enero al 26 de Febrero, frente a la caída del 6% del S&P 500 en el mismo período de tiempo. Además, las acciones se han disparado sobre un 57% a la fecha, registran nuevos máximos históricos: 111,80 dólares con una capitalización de mercado de 29.000 millones de dólares ¿Qué hace Zoom? Proporciona servicios de conferencias, videoconferencias y audio conferencias, en remoto mediante la computación en la nube y se le



considera líder en el ámbito de los videos comunicacionales empresariales modernos gracias a su plataforma web sencilla, útil, intuitiva y fiable que facilita negociaciones, conversaciones, clases y seminarios web.

¿Qué están viendo las y los inversionistas? Que cada día más personas necesitarán comunicarse remotamente y que probablemente después de superada la pandemia, seguirán utilizando servicios online que faciliten la interacción audiovisual. Por esta razón, se prevé que Zoom tendrá un beneficio por acción de 0,07 dólares en el cuarto trimestre y que los ingresos se aumenten un 66% frente al período del año anterior hasta 176,5 millones de dólares.

## 4.2 Netflix

Por su parte, Netflix también ha logrado salir bien parado frente a los inversionistas, ante la crisis sanitaria. Aunque no tiene abierta ninguna operación en China, el creciente impacto en Estados Unidos podría disparar la demanda del proveedor de servicios de comunicación.

Desde el 21 de enero, las acciones de Netflix han subido un 6% y más de un 11% en lo que va de año. Las acciones, que registraron máximos de 52 semanas en 392,95 dólares el 19 de febrero, cerraron ayer en 360,09 dólares, con una capitalización de mercado de 158.100 millones de dólares ¿Qué están viendo las y los inversionistas? Que probablemente muchísimas personas en el mundo tendrán que quedarse en casa y buscar algo para entretenerse y ¿Qué mejor que Netflix para entretenerse? Los devastadores efectos del COVID-19 podrían dar lugar a que más personas decidan quedarse en casa y viendo Netflix.

La compañía de streaming ya reportó fuertes ganancias trimestrales el mes pasado, aumentando su base total de suscriptores a 167 millones.

**En este link puedes ver el análisis de la inversión de Netflix:**

<https://es.investing.com/equities/netflix,-inc.-opinion>

El gigante del streaming Netflix (NASDAQ:NFLX) está gozando de un inesperado renacimiento tras su triste actuación de 2019. Las acciones se han ido disparando, alcanzando la trayectoria ascendente de otros gigantes tecnológicos que lideraban el escenario.

Durante las primeras cinco semanas de negociación de 2020, Netflix (NASDAQ:NFLX) ha sido la marca de mejor rendimiento del grupo FAANG, el grupo de cinco acciones tecnológicas de gran capitalización que incluye Apple (NASDAQ:AAPL) y Amazon (NASDAQ:AMZN). Las acciones de Netflix han subido más de un 13% en lo que va de año, cerrando ayer en 369,67 dólares.

## 4.3 Estrategias y Modelos

Las estrategias de ingreso de capital hacen referencia a una serie de acciones planificadas que ayudan a los emprendedores e inversionistas a tomar mejores decisiones y conseguir resultados más convenientes. Mientras que los modelos de ingreso de capital reseñan los pasos a seguir y las estructuras que han sido empaquetadas, para que las personas emprendedoras e



inversionistas puedan imitar procesos validados. Así, el modelo de ingreso es la manera en que se espera proceder, mientras que la estrategia de ingreso indica la forma de aplicar el modelo.



Por otra parte, los ingresos de capital son aquellos recursos que provienen de la venta de activos fijos y valores financieros (financiamiento interno y externo). En las startups se obtienen cuando los emprendedores obtienen préstamos o venden participaciones y siempre tienen correspondencia con movimientos en las cuentas de activo o pasivo, como ocurrió en el caso de Netflix, el principal servicio de entretenimiento por streaming en el mundo. Con una presencia que supera los 190 países, más de 167 millones de personas con membresías de pago disfrutaron series de TV, documentales y películas en una variedad de géneros e idiomas.

Los miembros de Netflix pueden ver lo que quieran, cuando quieran, en casi cualquier pantalla conectada a internet, pueden reproducir, pausar y ver un título, sin publicidad ni compromisos.

Una ronda de inversión te lleva un tiempo aproximado de seis meses. No obstante, a Netflix le costó varios años, desde que salió a buscar inversionistas hasta que terminó levantando el capital necesario.

Muchas veces se plantea que la primera ronda de inversión debe asegurar la vida de la startup por 12 meses, para que durante este tiempo, esta consiga el crecimiento sostenido que le permita mantenerse por 36 meses. De acuerdo a la teoría y el estudio de los casos de diversas startups en el mundo, al finalizar este plazo, la mayoría de las startups exitosas alcanza el punto de equilibrio, es decir, la etapa donde los ingresos son mayores que los gastos.

Además, los inversionistas suelen revisar constantemente los flujos de efectivo de las y los emprendedores para apoyarlos en el diseño de una estrategia eficiente de levantamiento de



capital. Un error común entre los emprendedores es creer que cuando la compañía no genera ingresos es excusa suficiente para no cuidar las finanzas. Pero es una percepción equivocada, ya que es muy importante saber en todo momento cuáles son los costos y cuáles son las ganancias, para no hundir un barco que con defectos que se pueden corregir en el camino. Lo ideal es que comiences a buscar fondos de venture capital o inversionistas ángeles, cuando no tengas reservas para los 6 meses siguientes, y una vez iniciada la puesta en marcha y las operaciones.

No será fácil convencer a un inversionista si tus finanzas no están bien hechas o si no cuentas con la tracción suficiente para emocionarlos; pero sobre todo si no les demuestras que eres fiel a tu visión y que llegarás a tu destino. Es importante aprovechar la oportunidad que representan estos fondos, pero hay que prepararse adecuadamente para ello. También debes afirmar que puedes ser una startup de su portafolio, ya que invierten en negocios similares al tuyo. Haz la tarea de revisar muy bien el perfil de fondo para saber en quiénes han invertido en el pasado y evalúa si realmente es el fondo adecuado para ti.

Así lo hicieron startups como Zoom y Netflix.

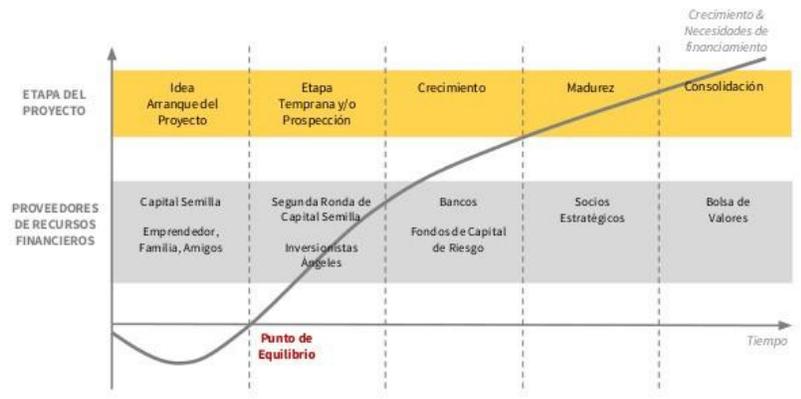
Para finalizar, y a modo de síntesis..

### **Ten en cuenta la CURVA S**

La Curva S tiene como objeto graficar las distintas etapas de financiamiento asociadas al desarrollo del producto y el tiempo de éste.



## ETAPAS DE UN EMPRENDIMIENTO Y MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO



Fuente: <https://www.startupchile.org/instrumentos-legales-de-inversion-para-dummies/>

## GLOSARIO



- EBIDTA: el EBITDA estima la caja que genera un negocio y la rentabilidad operativa de un proyecto, y se suele utilizar para valorar empresas. <https://blogmapfre.com/inversiones/que-es-el-ebitda-y-como-se-calcula/>
- Inversionista: Persona física o moral que destina parte o la totalidad de sus Recursos a la adquisición de títulos- Valor, con el fin de obtener un Ingreso regular o realizar una Ganancia de Capital. <https://www.eco-finanzas.com/diccionario/I/INVERSIONISTA.htm>
- Métrica: Las métricas son aquellos datos expresados numéricamente que nos sirven para analizar el rendimiento de una determinada campaña. <https://www.oleoshop.com/blog/que-es-una-metrica>
- Subjetivo: Subjetivo es un adjetivo que no hace referencia a un objeto en sí, sino a la percepción de una persona sobre este. <https://www.significados.com/subjetivo/>

## BIBLIOGRAFÍA



- De cero a uno: cómo inventar el futuro, de Peter Thiel (2014)
- Emprender y liderar una startups: El duro camino hasta el éxito, de Ben Horowitz (2014)
- Pobre Charlie's Almanack: Sobre Charles T Munger, Peter Kaufman (2005)
- Margen de seguridad: Estrategias de inversión con valor de riesgo para el inversor reflexivo, Seth Klarman (2018)
- The Intelligent Investor: El libro definitivo sobre la inversión valor y consejos prácticos, Benjamin Graham (2019)
- Inversión valor: Sobre Graham a Buffett y más allá, Bruce Greenwald (2017)
- El arte de invertir en valor: Descubrir cómo los mejores inversores del mundo ganan en el mercado, John Heins, Whitney Tilson (2013)
- <https://www.ivsc.org/>
- <http://bullishstartup.com/como-analizar-tu-startup-usando-estados-financieros-estado-de-resultados/>
- [https://www.santander.cl/accionistas/pdf/estados\\_financieros\\_anual\\_consolidado/EEF\\_F\\_Banco\\_Santander\\_Chile\\_12\\_2019.pdf](https://www.santander.cl/accionistas/pdf/estados_financieros_anual_consolidado/EEF_F_Banco_Santander_Chile_12_2019.pdf)
- <https://jiahkimlaw.com/es/business-planning-es/guia-de-companias-startup-como-estructurar-tu-empresa-para-recibir-inversion-externas/>
- <https://www.svs.cl/educa/600/w3-article-747.html>
- <https://es.investing.com/analysis/estrategias-de-inversion-en-tiempos-de-coronavirus-200434502>



- <https://es.investing.com/equities/netflix,-inc.-opinion>
- <https://www.pulzo.com/tecnologia/invierten-173-mil-millones-dolares-netflix-PP831543>
- <https://www.fayerwayer.com/2019/08/inversionistas-mejor-roku-netflix/>
- <https://www.estrategia-bolsa.es/acciones-netflix.html>
- <https://www.startupchile.org/instrumentos-legales-de-inversion-para-dummies/>
- [http://www.sii.cl/preguntas\\_frecuentes/catastro/001\\_009\\_0885.htm](http://www.sii.cl/preguntas_frecuentes/catastro/001_009_0885.htm)
- <https://www.misabogados.com/todo-sobre-modificacion-de-sociedad>
- [http://www.cmfchile.cl/portal/prensa/604/articles-8423\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.cmfchile.cl/portal/prensa/604/articles-8423_doc_pdf.pdf)
- <http://www.andino.com.pe/wp-content/uploads/2011/11/GUIA-PARA-LA-CONFORMACION-DEL-DIRECTORIO.pdf>

