

El largo camino hasta el notario

Núria Bosch Balada
Antonio López Giró

PID_00220383

Índice

Introducción.....	5
1. El proceso de una ampliación de capital.....	7
1.1. Las fases del proceso	7
1.2. La preparación de la compañía	8
2. La presentación al inversor - La percepción del inversor.....	11
2.1. El cuaderno de venta (la letra)	13
2.2. La valoración y sus componentes	14
2.2.1. Cálculo del DCF	14
2.2.2. Valoración con opciones	17
2.3. El retrato robot del inversor	17
2.4. El canal por el que se llega al inversor	18
2.5. La primera presentación oral	19
2.5.1. La presentación de 10 minutos de Edward P. Harley	19
2.6. La información y su protección	21
3. La negociación: dos piezas clave.....	22
3.1. La asimetría de los objetivos de las partes	22
3.1.1. ¿Cuáles son los puntos calientes?	23
3.2. ¿Cuántos novios tienes?	24
4. Los elementos del acuerdo.....	26
4.1. La salida	26
4.2. El ajuste	27
4.2.1. ¿Cómo se puede hacer?	27
4.3. Los elementos más habituales del acuerdo	28
4.4. Los errores clásicos	31
5. La due diligence y el contrato.....	33
5.1. Preparación de la compañía para la <i>due diligence</i>	33
5.1.1. El proceso de la DD en la práctica	33
5.2. ¿Cómo se pasa una <i>due diligence</i> ?	35
5.2.1. Un ejemplo: la DD financiera	37
5.2.2. <i>Output</i> del proceso	38
5.3. ¿Cómo se renegocia tras la <i>due diligence</i> ?	39
6. El día después.....	41
6.1. La relación con los socios financieros	41
6.1.1. ¿Qué esperan los inversores?	41
6.1.2. Y ¿por qué es tan importante el acuerdo de socios?	43

6.2. Los errores clásicos	44
6.2.1. Problemas matrimoniales: 5 posibles causas	44
7. Anexos	46
7.1. Anexo 1. Carta de confidencialidad	46
7.2. Anexo 2. <i>Checklist</i> de la inversión	47
7.3. Anexo 3. Tabla posible para control de contingencias en un <i>deal</i>	51

Introducción

En el presente módulo detallamos las diferentes fases del proceso del camino para llegar a la firma de la ampliación de capital.

En el apartado “El proceso de una ampliación de capital” se describe el proceso como un todo y la función de cada una de las fases y se explica cómo hay que preparar a la compañía antes de iniciar el camino.

En el apartado “La presentación al inversor - la percepción del inversor” se describe la lista de todo lo que debe estar en la realidad de la compañía, en el mensaje al inversor y el contenido del cuaderno de venta.

También cómo elaborar el valor, cómo analizarlo y cómo plantear el valor en las siguientes fases del desarrollo.

Se explica cómo definir el retrato robot del inversor, cómo elegir el canal para llegar a él y la forma de la primera presentación oral.

Se analiza qué información dar en cada fase y cómo protegerse.

El apartado “La negociación: dos piezas clave” no tiene por objeto ser una síntesis de la descripción de un proceso de negociación. Simplemente pretende apuntar dos piezas clave. Se aplica a la negociación de una ampliación de capital el análisis clásico de la asimetría de objetivos de las partes: la importancia de entender las motivaciones reales de la otra parte (y las propias), para buscar todos aquellos elementos que “valen mucho” para quien las recibe y “valen poco” para quien las da.

Se explica cómo modifica la negociación el hecho de tener o poder tener varios interesados y cómo hacer que esto sea real.

En el apartado “los elementos del acuerdo” se describe la importancia de la salida del inversor. También se explican distintas formas de ajuste de la rentabilidad del inversor.

Y también otros elementos habituales en un acuerdo entre socios, como son los derechos de transmisión; de arrastre y acompañamiento, y de participación en la toma de decisiones.

Se apuntan algunos errores clásicos de este tipo de contratos.

En el apartado “La *due diligence* y el contrato” se describe en qué consiste una *due diligence* y cómo y cuándo debe prepararse. También se dan algunos consejos prácticos de cómo pasarla.

Y también se analizan escenarios que pueden darse en la renegociación tras la *due diligence*.

Finalmente, en el apartado “El día después” se analizan distintas actitudes de relación con el inversor y se recomiendan algunas.

También se analizan algunos errores clásicos en el planteamiento de la convivencia.

1. El proceso de una ampliación de capital

1.1. Las fases del proceso

Los momentos descritos a continuación se emprenderán o no y con diferentes profundizaciones con sujeción a la etapa de vida del proyecto, el importe a capitalizar y de quiénes son las dos partes negociadoras.

1) Momento 1: el contacto

Las partes (inversor-emprendedor) se conocen normalmente a través de un intermediario que los presenta. El objetivo de la primera reunión es testar el rigor mutuo así como también se llegan a discernir aspectos subjetivos de cada una de las partes para evaluar muy genéricamente si pueden llegar a emprender el proyecto de forma común. Este momento será tan extenso como las partes requieran para convencerse de que pueden seguir el proceso.

2) Momento 2: la carta de confidencialidad

Cualquiera que sea la figura jurídica que tome la capitalización, conllevará que la parte inversora conozca todos los aspectos de la empresa o del proyecto destino de los fondos. A este efecto, normalmente la documentación (ya citada) referente a la inversión, pasa de las manos del emprendedor/empresa a las del inversor, contra un documento: la carta de confidencialidad, que recoge el compromiso de uso confidencial de la información que se les ha proporcionado, considerado en un espectro amplio (por toda la organización inversora si se trata de una persona jurídica, incluso por sus asesores) y no restringido a la persona física a la que se hace la entrega.

3) Momento 3: la carta de intenciones

Este documento expresa la intención que tiene el inversor respecto del proyecto, en qué términos está dispuesto a efectuar la inversión, dibujando de esta forma el aspecto que tendrá el futuro contrato de compra-venta y supe-ditándolo a que se supere el proceso de debida diligencia (*due dilligence*). Para redactarla, el inversor ha realizado previamente un análisis de valoración de la empresa utilizando uno o más de los métodos financieros a tal efecto, que ya habrán incluido en las variables utilizadas un mix de criterios (objetivos y subjetivos). Incluye los aspectos que se han ido negociando entre las partes y que se formalizarán en el pacto de socios, una vez hecha la inversión, para marcar la gobernanza futura de la participada. Es un “vestido a medida”.

Ved también

Encontraréis más información sobre la carta de confidencialidad en el apartado 7. “Anexos” del presente módulo.

4) Momento 4: la debida diligencia

Es la auditoría especial que se efectúa en la empresa *target* para verificar que los procesos internos en todas las áreas se llevan a cabo evitando negligencias e intentan evidenciar posibles contingencias, por tanto, valida la información inicial facilitada al inversor o bien la enmienda y la corrige. Este proceso deriva, bien en un ajuste de los cálculos de la valoración de la empresa, bien en un set de garantías¹.

Lectura recomendada

En el enlace “Comprehensive M&A due diligence checklist for buyers” publicado en Grant Thornton encontraréis un ejemplo de debida diligencia checklist.

⁽¹⁾<http://www.divestopedia.com/definition/889/rep-and-warranties>

5) Momento 5: el contrato

Tanto si la capitalización se hace aumentando capital como si es un traspaso de títulos con prima, debe existir la materialización de la incorporación de los nuevos socios. El contrato es una herramienta de cohabitación a futuro, que no solo contempla las condiciones de precio de venta de los títulos, sino que su clausulado trabaja las bases de la relación entre las partes: grado de colaboración en la gestión, obligaciones y deberes de las partes, posibles acuerdos de recompra, salida, etc.

Los momentos descritos son imprescindibles y no pueden saltarse. La duración del proceso será la suma de cada uno de los momentos y hay infinitud de variables que influyen en el plazo de realización. Al final, para dar una orientación, decimos que las operaciones se cierran entre 6 y 12 meses.

1.2. La preparación de la compañía

Al mirar a la financiación de las *start-up* innovadoras, la oferta de fondos ha sido el foco principal de preocupación. Pero la preparación de la compañía tiene un primer objetivo de viabilidad, antes que el propio de estar a punto de recibir inversión.

A pesar de los mecanismos de coinversión público-privados descritos, destinados a mejorar la oferta de fondos para la inversión en empresas en etapas tempranas, a menudo no se acaba de apreciar que los inversores buscan obtener un beneficio de su inversión y, a menos que estén convencidos de que una empresa puede crecer y ser rentable, no van a cerrar un compromiso de inversión (por enésima vez).

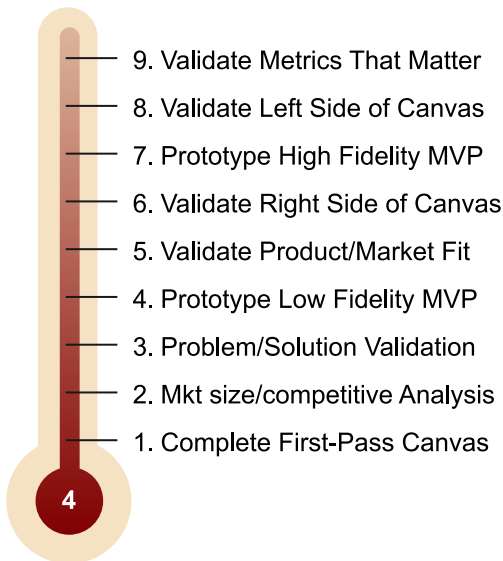
Para garantizar el encuentro entre las partes, también hay que ayudar a las empresas a atraer a los inversores.

La **preparación para la inversión**² se puede definir como la capacidad de una empresa que está buscando financiación externa, en particular, capital, de comprender las necesidades específicas de un inversor y poder responder a estas necesidades proporcionando una estructura adecuada y pertinente de información, para ser creíble y generar confianza.

⁽²⁾En inglés, *investment readiness*.

Gráfico 1

Investment Readiness Level



Fuente: Imagen adaptada de <http://steveblank.com/2014/02/25/is-this-startup-ready-for-investment/>

Cada compañía es un mundo y cada inversión un traje a medida, por ello las empresas requieren de una preparación para recibir dicha inversión, tanto en su revisión de procesos, propuesta de valor y comunicación al inversor, como para catalizar la maduración de la empresa.

Ayudan a la preparación de la empresa algunos jugadores que desempeñan actividades de incubación o aceleración; la bondad de dichos procesos está íntimamente ligada al equipo de profesionales con que cuentan dichas incubadoras.

Nosotros, aparte de los parámetros que la literatura de *investment readiness* señala, lo vemos de la manera siguiente:

1) El proceso está sometido a maduración en todos los ámbitos; en el que se refiere a personas, el efecto Pigmalión es determinante: el emprendedor se convierte en empresario cuando su determinación y los estímulos que recibe del exterior convergen en este reconocimiento.

2) Plan de empresa, plan de empresa y plan de empresa. Somos una sociedad líquida con *start-ups Lean*, de acuerdo. Pero hay que escribir el plan por muchos motivos: El Canvas da una idea y ayuda a la coherencia, pero no detalla procesos. La redacción ayuda a que se vaya imaginando cómo ocurrirán las cosas y este dibujo tiene valor por sí mismo.

3) Probar modelos de negocio hasta encontrarlo. Los **incubadores** o mentores de distintos ámbitos pueden ayudar en sugerencias o incluso compartir ideas de otras iniciativas que puedan conocer, pero el equipo fundador de la *Startup* será definitivo en este aspecto tanto para la financiación necesaria como para el interés que pueda generar en inversores.

4) Llevar a cabo una buena metodología para recorrer los grupos de interés (principalmente clientes y prescriptores) y madurar la propuesta de valor de acuerdo a sus sugerencias.

5) Ser exquisitos en la comunicación: en la verbal y, principalmente, en la no verbal. Ser listos e identificar el fondo de cada una de las preguntas con las que nos enfrentamos en las reuniones con inversores (= ¿Qué quiere que le responda? ¿Qué busca esta pregunta?).

6) Tener resueltos dos temas clave: protección de la propiedad intelectual³ y fórmulas para retener el talento / incorporar los perfiles necesarios para el siguiente estadio de crecimiento de la empresa.

Web recomendada

Recomendamos la visita al enlace siguiente: <http://www.slideshare.net/boardofinnovation/15-companies-you-should-copy-business-models-visualised-by-boardofinno>.

⁽³⁾Se suele ver con las siglas IP (*intellectual property*).

2. La presentación al inversor - La percepción del inversor

Todo lo imprescindible: si no está todo, no habrá boda.

Nuria: "Y todo esto, en la realidad ¿cómo funciona?"

*Cuando acudáis por primera vez a un inversor, se debe ser consciente de que comienza un proceso muy largo y **que se puede romper definitivamente en cualquier momento.***

La primera impresión es importante (no hay segunda ocasión para causar una primera impresión), hay que llevar los deberes bien preparados, no basta ser simpáticos y hacer una gran presentación: El contenido es fundamental."

Los deberes previos son los siguientes:

- Estar comprometidos con el proyecto; es una condición necesaria. El compromiso del equipo es fundamental.
- Plan de negocio, no nos referimos al documento ni al Canvas, sino a lo que hay detrás. Hay que tener claras las cifras de ventas y las bases para la proyección; no vale el 0,04% del mercado como argumento. Justificar la ventana de oportunidad, con cuidado, ya que no todas las oportunidades son buenos negocios.
- Explicar bien el modelo de negocio: cómo se gana el dinero. El tema de los números no corresponde en primera instancia al financiero, o a un asesor. El inversor necesita saber que el CEO sabe cómo se van a generar beneficios (ahora o en el futuro).
- Demostrar conocimiento del mercado. Esto quiere decir: haber visitado potenciales clientes, conocer la competencia, tener clara la estructura de costes y los precios de los distintos *players* de mercado. ¡Nunca el inversor debe conocer el mercado mejor que nosotros mismos!
- Capacidad de ejecución. El equipo emprendedor que presenta el plan de negocio debe ser capaz de ejecutarlo. Es la gran "prueba del algodón", lo que en realidad evalúa el inversor es si se va a llevar a cabo el plan. Hay que preparar bien el plan de negocio, pero no tanto el documento sino su realidad: modelo de negocio consistente y capacidad de ejecución, guía para desarrollar el proyecto, no para captar un socio.
- Saber y poder comunicar al inversor: ¿Cómo puedes crear barreras a la competencia que sean sostenibles en el tiempo?

Lectura recomendada

Para saber ¿qué busca el inversor? recomendamos "What do VCs look for?" publicado en MyCapital.

- Conocer al dedillo la competencia. Un mercado sin competencia suele no existir; el mercado está formado por las distintas propuestas para resolver la necesidad del consumidor en el momento presente.
- Ofrecer un planteamiento serio de cómo se prevé que se hará la salida (la venta a un socio industrial o financiero, recompra...). Decir que los inversores financieros desinvertirán a través de una salida a bolsa es poco serio/creíble en fases semilla.
- Comunicación financiera y corporativa para que el inversor financiero pueda ver muy clara la posibilidad de que a la salida pueda ganar del 40 al 60% anual acumulativo. Si no, para él no es negocio.
- Conocer qué quiere decir capital riesgo como filosofía. Pueden hacer operaciones arriesgadas pero no imprudentes y esto se mira desde el punto de vista del inversor, no a criterio del emprendedor.
- Estudiar otras operaciones similares.
- Estudiar a los inversores existentes y sus características antes de ir a verles.

¿Qué más puede hacer?

Es fundamental que se hable con otros emprendedores, tanto con aquellos que ya han levantado dinero como aquellos que no lo han conseguido.

También puede ayudar mucho, sobre todo a no cometer errores básicos, buscar apoyo profesional. Con perfiles contrastados.

Mantener el pulso de la confianza, que es básica.

Preparar extremadamente bien el *pitch*. Un inversor, antes de invertir, llegará a tener todos los aspectos de la inversión muy claros.

Nuria: "Y a todo esto, ¿qué le sigue?"

Si todo ha ido bien y el inversor no ha perdido el interés, este hará sus cálculos para ver si le conviene o no le conviene ser socio en la start-up.

- *Valorará el modelo de negocio: ¿Ganará dinero? ¿Tendrá necesidades financieras a futuro? ¿Genera la suficiente caja?*
- *Contratará la claridad que haya para el logro de las ventas.*
- *Mirará si es un mercado en crecimiento.*
- *Seguirá en su periodo de prueba hacia el equipo fundador: lo que haga y lo que no haga se tiene en cuenta (y no tanto lo que dice).*
- *Firmará una carta de intenciones."*

Web recomendada

Recomendamos la visita al enlace siguiente:
<http://www.slideshare.net/fabricastartups/project-pitch-presentation-july-18>

2.1. El cuaderno de venta (la letra)

El **cuaderno de venta** es el medio que permite el estudio de la operación de inversión, contiene el plan de empresa resumido, pero con *zoom* en los aspectos clave, ya descritos en estas líneas, y una descripción del planteamiento de lo que se espera del inversor.

El documento es imprescindible en operaciones profesionalizadas, ya que sirve para unificar el discurso con todas las personas que van a participar en el aumento de capital.

Un cuaderno de venta tiene un doble objetivo:

- 1) facilitar la información para la toma de decisión del potencial comprador o inversor, y
- 2) dotar de seriedad y buen hacer a la operación desde el primer momento.

Si lo realiza un profesional externo, la compañía deberá darle la información que debe trasladar al cuaderno.

La información se suele estructurar siempre de una forma parecida, para facilitar la entrada en el concepto de negocio. La estructura es la siguiente:

- 1) Resumen de la empresa y motivos para iniciar la búsqueda de capitalización externa.
- 2) Descripción de la empresa. Perspectiva histórica: cómo nace la idea y cómo se ha formalizado la compañía.
- 3) Aspectos materiales: ubicación, organización (estructura y organigrama básico).
- 4) Descripción de la actividad de la empresa y mercados donde se desarrolla.
- 5) Descripción de los clientes y de los proveedores.
- 6) Mercado: descripción de la competencia directa e indirecta, estrategia y plan de marketing que se está desarrollando o que se prevé llevar a cabo.
- 7) Análisis financiero de la empresa.
- 8) Proyecciones económico-financieras.

9) Rango de valor de la empresa.

2.2. La valoración y sus componentes

Es del todo relevante llegar a determinar un valor de la empresa que sea la base de negociación, recordemos que si el socio capitalista que se va a incorporar tiene una perspectiva exclusivamente financiera, primará las inversiones que le permitan obtener ganancias de la diferencia entre precio de compra y de venta en el futuro (plusvalías).

Si el socio a incorporar tiene un talante industrial (es una empresa constituida que espera obtener sinergias de la nueva adquisición) el precio definitivo de los títulos conllevará una complejidad superior y el valor que los métodos financieros proyectan puede quedarse en un mero indicador, en este caso el valor que puede aportar la inversión en la empresa a través de las sinergias va más allá de lo que el método contable refleja.

La pregunta del millón: **¿Qué método escojo?**

Podemos encontrar métodos de valoración basados en datos contables, con mirada hacia el histórico y análisis estático y, por otra parte, hay sistemas que utilizan las proyecciones futuras de la empresa, con una aproximación dinámica y son los más empleados en la actualidad, ya que la perspectiva del capital riesgo es de obtención de ganancias futuras.

El método de descuento de flujos de caja (DCF) es apropiado para valorar *start-ups*, aunque el valor obtenido solo será una orientación para la negociación. Lo que nos aporta es una forma de actualizar la obtención de flujos de caja futuros, con lo que nos ofrece información sobre el retorno que es capaz de generar el proyecto.

Descuento de flujos de caja

Es el flujo de fondos operativos, es decir, el generado por las operaciones sin tener en cuenta la deuda financiera después de impuestos. Este método mide lo que queda disponible en la empresa después de haber hecho frente a la reinversión de activos necesarios y a las necesidades operativas de fondos.

2.2.1. Cálculo del DCF

Pro-memoria, de vuestra asignatura *Valoración de empresas*: Los componentes y pasos a efectuar son:

- 1) Habrá que calcular el flujo de caja de operación (ingresos y gastos de operación, hasta el ebitda), después de impuestos. (El resultado financiero y la amortización solo cuentan en cuanto a su efecto impositivo.)
- 2) Habrá que calcular el flujo de caja libre, para lo cual habrá que restar la inversión en activo fijo y en necesidades operativas de fondos de cada año.
- 3) Habrá que estimar un flujo libre de caja a partir del año 5, que incluirá un crecimiento estable.

Ved también

Para ampliar información, véase el apartado 7. "Anexos" del presente módulo.

Lectura recomendada

Se recomienda la lectura de "Métodos de valoración de empresas" de Pablo Fernández, publicado por IESE, Universidad de Navarra.

⁽⁴⁾El coste de capital representa la tasa mínima de rendimiento por un proyecto de inversión.

- Si ponemos un 3%, esto quiere decir que crecerá un 3% anual para siempre. Por esta razón, en general, se estima crecimiento nulo y sin inversión a partir del año sexto.
- En el material de Josep Faus ya citado, *Valoración de empresas*, se sugiere un método sencillo e inteligente para cuando no tenga sentido proyectar crecimiento nulo. Consiste en valorar por tramos, por ejemplo, en tres tramos: crecimiento del 20% durante 3 años, después del 10% durante 5 años más, y nulo a partir de entonces.

4) Habrá que estimar la tasa a la que vamos a descontar los flujos, para lo cual habrá que calcular la $WACC^4$ que es la media ponderada (a valor de mercado de las masas de patrimonio y pasivo exigible con coste) de los costes del capital (Kcp) y de la deuda (Kd), que calcularemos de la forma que sigue:

a) Una forma correcta y práctica de calcular Kcp es:

- La tasa de la inversión sin riesgo (bono del estado a 10 años, para no entrar en disquisiciones teóricas);
- afectada por la β del sector apalancada (con el nivel de apalancamiento de la compañía a valor de mercado), que daría la Kcp de una compañía cotizada, media del sector, con el mismo nivel de apalancamiento;
- más una prima por no cotizar en bolsa;
- **más una tasa específica e intuitiva que depende de la compañía** y que hace que el resultado de todo esto sea una tasa de mercado a juicio del valorador. (Dentro de un par de párrafos contamos una anécdota...);
- En una *start-up*, hay quien va directo al resultado, y no está mal, pero si se hace de esta forma, se tiene más conciencia del peso de cada uno de los factores y su sentido económico.

b) La Kd es el interés que corresponda al crédito que se va a conseguir para esta compañía.

Lógicamente, la $WACC$ es menor que Kcp , siempre que haya endeudamiento proyectado, porque el interés del crédito siempre es inferior a la tasa del capital propio.

5) Después habrá que calcular la $WACC$ sin inflación para descontar el flujo a partir del año sexto por pura división y traerlo al año quinto.

Las fórmulas del DCF:

$$WACC = \frac{E}{E+D} \times Ke + \frac{D}{E+D} \times Kd$$

Siendo:

- D = Valor de la deuda
- E = Valor del capital contable
- Kd = Coste promedio de la deuda
- Ke = Rentabilidad exigida por los accionistas

Y el valor residual:

Valor residual

Es el valor atribuido al negocio a partir del último período específicamente proyectado. Se podría definir como una renta perpetua. En la práctica se suele calcular mediante la actualización de los flujos esperados a partir del final del horizonte temporal utilizado en las previsiones, con lo que se estaría considerando una renta infinita.

$$VR = \frac{FC_n * (1+g)}{k-g}$$

Siendo:

- VR = Valor residual
- FC = Flujo del último año proyectado
- g = Crecimiento del flujo a partir del año n (es muy difícil de justificar)

- k = Tasa de actualización

Finalmente se procede a actualizar los flujos futuros.

El valor de la empresa es:

$$\sum_{i=1}^b \frac{FCF_i}{(1+WACC_S)^i}$$

O bien:

$$VE = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Siendo:

- VE = Valor de la empresa
- CF = Flujos de fondos generados en dicho período
- VR = Valor residual de la empresa en el año n
- k = Tasa de descuento

6) Con esto se tendrá una estimación del valor de mercado del activo de operación de la compañía.

7) A esta estimación se le resta la deuda con coste y ya se dispone de la estimación del valor de los fondos propios de la compañía.

Toni: "En una ocasión uno de los autores estaba explicando la WACC que había calculado en la valoración de una compañía para una ampliación de capital.

- K_{cp} daba un 15%, después de sumar, a los tres primeros pasos, "lo que hacía falta" como tasa específica, para llegar al 15%, que era la tasa que le parecía razonable para el riesgo de la compañía y el plan de negocio que se estaba descontando.
- K_d y la ratio de endeudamiento hacían que la WACC bajara al 12%, con lo que esta era la tasa a la que se descontaba el flujo de caja de los 5 años de la proyección.

El interlocutor le dijo algo así como: "Debe estar bien, pero perdona, yo a la clase de la WACC no fui, yo lo dejaría en el 15% que has calculado antes..." (... fue director general de una compañía de capital riesgo de referencia durante 15 años, MBA por el IESE y "fue a todas las clases")."

La aplicación de la metodología encuentra tres principales dificultades que radican en que determinadas estimaciones son apreciaciones subjetivas y por esta causa son susceptibles de ser discutidas por las partes (comprador o nuevo socio y vendedor o propietario actual de las acciones) en la negociación:

- 1) Fijación del número de periodos. Las proyecciones con escenarios inciertos que provocan vértigo.
- 2) Tasa de actualización a aplicar. Concepto de riesgo referido.
- 3) Valor residual. ¿Tiene sentido que crezca? Si no tenemos visibilidad a partir del último *cash flow*, ¿cómo podemos fiar un alto porcentaje del valor de la empresa al valor residual?

2.2.2. Valoración con opciones

Últimamente para los negocios de base tecnológica se está utilizando una metodología compleja que utiliza la base de los árboles de decisión para alcanzar un valor no absoluto, sino condicionado a la evolución futura de los *cash flows*, fruto del éxito de las estrategias implementadas. Este sistema es más fidedigno para las fases de vida incipientes de las empresas.

2.3. El retrato robot del inversor

Hay dos retratos robot del inversor, uno es:



Pero los más institucionales se ven más bien como:



A pesar de las diferencias entre las tipologías de inversores que hemos tratado en el apartado “Los distintos tipos de inversor financiero por origen de los fondos” del módulo 2, los inversores se parecen: La ‘tieta Mercè’ (una ‘F’), un

family office, el *business angel* y el VC y sus ejecutivos querrán conocer el mismo tipo de información y, por tanto, hay una base común de preguntas. Lo que variará es el grado de confianza inicial.

No les gusta nada:

- Posibles 'fallos' en el equipo.
- Quedarse con una compañía 'descabezada' en caso de abandono del emprendedor o equipo fundador; por ello, el compromiso que exigirá será a través de la aportación de fondos por parte de esta primera corona de emprendedores y de su área de influencia (3F).
- Que no sea un grupo de personas de absoluta confianza.
- Recibir la visita de los emprendedores cuando aún no se han hecho los 'deberes' (contraste del BP).
- Desconocimiento del mercado y cadena de valor.
- Que el emprendedor no tenga muy claro cómo ganar dinero.
- Planes de negocio no creíbles (capacidad de ejecución, mercado, competencia...).
- Las prisas.



2.4. El canal por el que se llega al inversor

Los canales tienen distinto modelo de negocio y hay que ir a la particularidad para conocer cuáles con las condiciones de cada canal. Normalmente se basan en una comisión (*retainer fee*) de poco montante, cuya voluntad es de compromiso en el encargo y otra si la operación se cierra (*success fee*).

El último incorporado en el mapa es el *crowdfunding*, herramienta que empezó siendo un canal de mecenazgo y que se ha convertido en una red de inversión para pequeños proyectos, derivando también en algunos países a ser punto

Ved también

En el gráfico 5 del apartado "Los distintos tipos de inversor financiero por origen de los fondos", del módulo 2 de la presente asignatura, se representan los distintos tipos de inversores y los canales de acceso a ellos: de más riesgo/menos etapa de vida a pymes consolidadas.

de encuentro entre ahorradores y prestadores (*crowdfunding*); sin embargo, la controversia está servida al ser consideradas actividades asimiladas a las bancarias y, por tanto, susceptibles de ser reguladas.

2.5. La primera presentación oral

Bajo el epígrafe “*Elevator Speech*” o “*Investors elevator pitch*” encontraréis miles de vídeos relacionados con la primera presentación oral. A continuación presentamos 3 ejemplos:

- The Elevator Pitch for Investors, with Chris Westfall
- Chris Westfall Elevator Pitch – Investor Workshop
- Guy Kawasaki 10 20 30 Rule

2.5.1. La presentación de 10 minutos de Edward P. Harley

Lo que se expone a continuación tiene dos funciones:

- 1) sirve para hacer una presentación de 10 minutos, pero sobre todo,
- 2) es un índice de todo lo que quiere ver un inversor en un plan de negocio.

Edward P. Harley es Chairman del Software Committee de Keiretsu Forum, y en 2004 escribió una carta abierta a los empresarios que iban a hacer presentaciones de sus proyectos en foros de inversión. En la carta explica lo que tiene que decir en los 10 minutos que tendrá para hacerlo y sugiere cómo distribuir el tiempo.

El Sr. Harley ha escuchado muchas presentaciones a lo largo de su carrera y su carta es una síntesis muy precisa de lo que le gustaría que le contara un empresario en cuya compañía se planteara invertir.

Revisemos el contenido y el tiempo que sugiere dedicar a cada ítem el Sr. Harley:

- 1) Es interesante el preámbulo: **Qué debes hacer y qué no.**

- **Debes:** Esforzarte en explicarme una historia fácil, para que yo pueda repetírsela a cualquiera: los aspectos clave de la compañía y cómo tus clientes se van a beneficiar de usar tu producto / Explícalo con pasión, méteme en tu historia / Focalízate en los beneficios del comprador: ¿le simplifica la vida?, ¿le hace ganar dinero?, ¿le ahorra dinero?, ¿le abre nuevos mercados? / Explícame cómo te diferencias de tu competencia.
- **No debes:** No me des información oscura, irrelevante o innecesaria sobre tu producto o la forma de hacerlo / No intentes impresionarme con argot técnico.

Lectura recomendada

Recomendamos la lectura “Comunicado de Prensa de la Asociación Española de Crowdfunding sobre el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial que incluye en su Título V el Régimen Jurídico de las Plataformas de Financiación Participativa”.

Lectura recomendada

Recomendamos la lectura de la carta escrita por Edward P. Harley que encontraréis en el enlace siguiente: “How Software Entrepreneurs can be Successful Presenters to Investors (Part 1)”.

Nota

Se refiere a presentaciones de software, pero los ítems sirven para cualquier producto o servicio.

2) Reproducimos los tiempos y el título de cada espacio pero recomendamos su lectura. Es más que interesante para todos los que hacemos presentaciones de negocios.

“Min 0:0 to Min 0:30. Connect with me (0 slides)

Min 0:30 to Min 2:30. The Customer Situation (1-2 slides)

Min 2:30 to Min 4:30. The Product/Solution (1-2 slides)

Min 4:30 to Min 5:00. The Value Proposition for the Customer (1 slide)

Min 5:00 to Min 6:00. Initial Target Segment: Total Market: Market Category (1 slide)

I recommend that you start this 1:00 minute section with a 3-5 second pause. Yes, silence. Then, look clearly at me and give a message similar to this. “For the past 5 minutes, I have presented how our company has solved an important serious problem for one customer. In the next 3 minutes I am going to present how we are going to grow this into a business with many customers and millions of dollars in annual revenue.” Your pause and transition serve to reconnect with me and prepares me for what is coming.

Min 6:00 to Min 6:30. Competitive Similarity: Strengths Declaration: Competitive Differentiation

Min 6:30 to Min 6:50. Marketing Strategy (0-1 slide)

Min 6:50 to Min 7:10. Sales Strategy: (0-1 slide)

Min 7:10 to 7:30. Product Strategy: (0-1 slide)

Min 7:30 to Min 8:00. Management and Board of Directors (1 slide)

At this point you have completed 8 minutes of your 10-minute presentation. Assuming you have successfully given me just enough information, then I should now understand how you plan to build a multi-million dollar revenue company. I eagerly wait the final two minutes where you will give me your financials and what resources money, management, and introductions you need to make this plan a success. Good Job.

Min 8:00 to Min 9:00. Financials Current & Projections (1 slide)

Min 9:00 to Min 9:30. Investment Required, Capital Structure, Deal, and Exit Strategy (1 slide)

Min 9:30 to Min 10:00. Recap

It is extremely important that you summarize your presentation. *It is most effective if that summary considers my perspective first and foremost.* Start your final 30 seconds, with words such as “The objective of my coming here is to share information with you about this investment opportunity”. Now without slides, but *deep in your gut* tell me why this is a good investment for me. I want to hear conviction in your words when you say why you believe you have a credible growth story and that the investment risk and opportunity equation is fair and reasonable.”

Según como se esté leyendo, lo anterior parece una carrera de 110 metros vallas, pero la presentación en ningún caso debe serlo. En algunas presentaciones no se da más tiempo y, de hecho, no hace falta más.

Terminamos con una nota

Siempre que hay que hacer una presentación de esta duración, viene a la memoria una frase célebre. Decía Churchill (si no es una cita apócrifa) que lo que más tiempo le llevaba era preparar una improvisación. Dado que una presentación de 10 minutos como la expuesta, además, debe ser “relajada”, más vale que esté muy, muy bien preparada (y ensayada).

Lo que no cuentan los guiones o los vídeos es la importancia de la comunicación no verbal y desde nuestro punto de vista muchos de las presentaciones a inversores interrumpen el mensaje debido a la incongruencia entre los lenguajes verbal y no verbal.

2.6. La información y su protección

Se ha descrito en los apartados “Las fases del proceso” y “Anexos” del presente módulo el contenido de una carta de confidencialidad; el marco legal de cada país es el que pone en valor la fuerza que puede tener este tipo de documentos. La carta de confidencialidad a menudo es más disuasoria que un elemento de posible litigio futuro, fuera de los sistemas anglosajones de derecho.

Como praxis apuntamos que podemos adjuntar un **descargo de responsabilidad** (*disclaimer*) en cada punto de la documentación que consideremos oportuno, y que debemos confiar en nuestra intuición sobre el nivel de revelación de información que iremos haciendo a través del proceso.

En los sucesivos momentos del proceso se maneja información con distinto grado de sensibilidad, llegará a su máximo exponente en el proceso de *due diligence*.

3. La negociación: dos piezas clave

Después de las primeras visitas a los inversores se debe llegar a algunas conclusiones: ¿Están interesados? ¿Qué orden de interés? ¿Tomarán posiciones activas o pasivas cuando sean miembros del consejo?, si estamos negociando con un fondo: ¿Expresa interés para ser el *lead investor*? ¿Puede coinvertir con otros?

Forma parte de la negociación que el emprendedor se haya enfrentado a estas preguntas para determinar la apreciación del inversor (si nos gusta, qué aporta...), una vez ya ha hecho los deberes de conocerle, como persona (va a sentarse a decidir con el CEO de la *start-up*) y como operador (la parte profesional del proceso y toma de decisiones y la de *ownnveship*).

Por su parte, de la misma forma, antes de iniciar la negociación el inversor realizará un proceso parecido de contraste: del equipo, su compromiso y capacidad de ejecución principalmente, y del mercado, la amplitud y coherencia de la propuesta de valor, así como la robustez del modelo de negocio que la empresa propone.

Cuando las dos partes han puesto mentalmente el cartel de “interesa”, empieza la negociación.

3.1. La asimetría de los objetivos de las partes

¿Qué queremos decir con *asimetría*? Conceptualmente, que los intereses de las partes no estén centrados en los mismos aspectos, que su mirada se dirija a puntos críticos que no coinciden con los de la contraparte.

La asimetría va a ser directamente proporcional a las probabilidades de cerrar la operación dado un interés manifiesto: si a lo que tengo que renunciar a petición de la otra parte no es sustancial para mí, no me importará realizar la concesión.

Por tanto, lo más importante para afrontar la negociación es llevar bien preparada la “carta a los Reyes” sobre lo que queremos, lo que no queremos y lo que sería *deal-breaker* (rompería la operación). Los puntos en los que puedo ceder y que suponen alto valor para la contraparte ayudan al *closing* (cierre de la operación).

3.1.1. ¿Cuáles son los puntos calientes?

A continuación se exponen los puntos calientes:

1) **Las condiciones de permanencia, exclusividad y no competencia** de los socios o de las personas clave del equipo (recordemos la aversión a sociedades descabezadas). El foco de los emprendedores debe estar a *full time* (¡o más!) en la compañía.

2) **La antidilución.** En algunos casos se negocian dos series de acciones para que, en futuros aumentos de capital el socio financiero que ha incurrido un alto riesgo quede protegido en futuras rondas (solicita este privilegio) o al revés, puede planearse una antidilución para las acciones del equipo promotor, que en el caso de entrada de una ronda de capitalización de alto importe podría quedar desmotivado ante una pérdida relevante de propiedad. Se suele instrumentar con un *ratchet*⁵.

⁽⁵⁾<http://www.investopedia.com/terms/f/fullratchet.asp>

3) **Drag & tag along.** Derechos de venta conjunta o de arrastre, para asegurar liquidez a los inversores financieros. Normalmente no son negociables, son la única vía de salida de los inversores. La permanencia del equipo promotor se fomentará en el caso de que la siguiente ronda de capitalización la afronte otro financiero (interesado en la continuidad del equipo promotor) o deberá negociarse en el caso de venta de la empresa o parte del capital a un socio industrial.

4) **Cláusulas para precios de compra-venta de acciones entre socios.**

5) **Earnout** o distribución de parte de la plusvalía generada en la operación por parte del inversor financiero al equipo promotor en reconocimiento del valor generado.

6) **Entrada del dinero.** La visión del calendario de entrada de los fondos/hitos debe ser compartido.

7) **Cláusulas de protección de minorías.** Algunos acuerdos en el consejo o en la junta (depende de si son temas de gestión que competen al órgano de administración o si es un tema de propiedad, por tanto, competencia de los socios y tratado en la junta), están protegidos con clausulado que refuerza el quórum para la adopción de determinados acuerdos: Aumento o reducción de capital, acuerdo de reparto de dividendos, acuerdos en el cambio del objeto social de la empresa (ampliación de objeto social o realizar cualquier acto que exceda del objeto social), decisiones de fusión, escisión, transformación, venta de rama de actividad, concesión de avales, disolución, presentación de concurso, cambio de domicilio y adquisición de acciones propias (autocartera).

- **Gobierno:** Nombramiento de administradores.

Web recomendada

En el enlace siguiente "Cláusula andorrana" se presenta un ejemplo de cláusulas para precios de compra-venta de acciones entre socios.

- **Junta:** Exclusión de socios, emisión de instrumentos financieros transformables en acciones, participación en sociedades que tengan el mismo objeto social, aprobación de cuentas.

La **negociación**, a la que dedicamos un apartado, parece un proceso momentáneo y lineal. Para nada. Se negocia desde el momento cero, se negocia todo el rato y se negocia con todos los grupos de interés que intervienen en la operación directa o indirectamente (desde la pareja del *business angel* hasta el bufete que va a realizar el análisis de DD). Todo el tiempo, incluso después del cierre.

3.2. ¿Cuántos novios tienes?

Será crítico, además de lo expuesto en el apartado anterior, el hecho de tener varios inversores interesados para tener peso en la negociación.

De todas formas, para el análisis del *inversor ideal* tiene mucho que ver con las sensaciones y los intangibles que puedan entereverse a partir de la relación de los meses precedentes.

En este punto, además de la voluntad de tener varios ‘novios’, también debemos reflexionar sobre el *momentum* en que nos encontramos en la negociación; algunas cosas a evitar serían:

- Tener el convencimiento de que la idea es única, irrepetible y que nos la quitarán de las manos porque somos los únicos que podemos llevarla a cabo.
- Empeñarnos en seducir a un socio sin que la empresa encaje en su estrategia de inversión.
- Despreciar a los socios industriales o forzar que solo sea un inversor meramente financiero (deja más autonomía de gestión) el que participe activamente del proyecto.
- Incorporar un socio que no aporte lo que la empresa necesita.
- No superar el proceso de contraste (“examen”) al que nos someten.
- Forzar el cierre de una operación en la que las posiciones no son plenamente cercanas y sin que las partes se encuentren en posición de consenso en algunos temas.
- No saber negociar la carta de intenciones.

- Obviar el pacto de accionistas.

Nuria: "Si el incremento de capital es una ronda de 10.000 €, planteada con amigos cercanos tiene distintas implicaciones y diferentes términos, que, por ejemplo, la búsqueda de 50.000 € de un socio 'de negocios'. La flexibilidad es fundamental para las rondas pequeñas: si es dinero en forma de deuda, es mejor ofrecer dos o tres opciones para la participación en la ronda, diferentes cantidades o umbrales, diferentes horizontes de tiempo, y diferentes planes de amortización. Si estamos levantando capital, podemos utilizar deuda convertible y asegurarnos de proporcionar una cierta flexibilidad en el montante de la inversión."

4. Los elementos del acuerdo

La decisión de inversión empieza en la **Carta de intenciones**, que será el documento que orientará el futuro pacto de socios.

Para poderla llegar a redactar, hace falta que las partes se hayan acercado durante el tiempo de negociación, las conversaciones deben ir configurando las posiciones y si llegan a estar cercanas se puede escribir una propuesta final de inversión, que no suele ser vinculante, ya que entre la carta y el acuerdo de socios hay un periodo temporal de análisis de debida diligencia, sin la cual no se puede llegar a un compromiso firme. El emprendedor sigue en periodo de prueba y se abre un segundo periodo de negociación.

Las voluntades de las partes y la claridad de normas, así como la visión de todo el proceso de financiación (esta ronda y al menos la siguiente) son necesarias para cerrar esta etapa.

4.1. La salida

La **salida** es la parte más importante de la transacción, sin ella el inversor financiero no puede realizar la plusvalía, lo cual limita su actividad futura y los compromisos adquiridos hacia atrás en el caso en que se gestione dinero de terceros, además de quedar expuesta la rentabilidad.

Las formas en que un inversor financiero liquida su inversión en una tipología de activo que no es líquido en sí, son las siguientes:

1) **Las 3F (*friends, family, fools*)**: suelen salir cuando entra el segundo financiador, un *business angel* o un fondo orientado al *early stage*. Son inversores no profesionales que no suelen añadir valor a la iniciativa. Puede ser que tengan prepagada la prima de salida en el pacto inicial, normalmente obtienen una rentabilidad alta pero no tanto como el riesgo que han estado dispuestos a correr.

2) **Los *business angels***, que normalmente venden una gran parte de su inversión a la entrada de un *venture capital* (VC), y siguen con un pequeño porcentaje en el siguiente tramo de inversión (o desinvierten el 100% y entran a la nueva valoración con el VC). Normalmente es una condición del VC, ya que la permanencia del *business angel* genera confianza y evita cláusulas de *Rebs&Warrants* estrictas.

Ved también

La Carta de intenciones está tratada en el momento 3, en el apartado 1. "El proceso de una ampliación de capital" del presente módulo.

3) Los VC son los que tienen más difícil la salida porque en el punto de vida en que se encuentra la inversión ya se tiene una idea precisa del modelo de negocio, aceptación por parte de mercado y efectos de estos factores en la generación de caja. El VC construye un portfolio con el conocimiento de que muchas de ellas van a quebrar, ya no se pueden vender expectativas al siguiente tramo de inversores si la empresa no crece como se esperaba o ha incurrido en algún riesgo sobrevenido. El VC vende a otro financiero (fondos de *growth*, en algún caso a *private equity*), a un industrial en ocasiones o, para los casos más exitosos, organiza una IPO.

IPO

En España no se distingue entre si es inicial o no la oferta de acciones y todas las emisiones se engloban en el epígrafe de OPV.

4) El *private equity* sale de la inversión (= vende su participación) normalmente a través de la venta a un industrial, con una operación de adquisición del 100% del capital por parte de este.

4.2. El ajuste

El socio financiero no tiene la misma percepción del riesgo que el emprendedor.

El **ajuste** sirve para ayudar a las partes, ya cercanas en los demás puntos de la negociación, a ponerse de acuerdo en el precio, tomando en cuenta las incertidumbres del comportamiento de los escalones de valor.

Nuria: "En algunas negociaciones que hemos visto, ni siquiera con la posibilidad de ajuste se van cerrando las posiciones. Cuando en las fases iniciales de vida de la empresa entra (o quiere entrar) algún 'listo' o 'novato', podemos ver cómo ciertas propuestas por nuestra parte en pos de 'cierre' o 'acercamiento' se contestan con otras que introducen elementos nuevos (diseño de la estructura, por ejemplo un business angel: ahora aportamos un aval para la capacidad de endeudamiento que te va a ofrecer mi banco y reducimos la parte de capital), ya se ve que el porcentaje de propiedad que se había pre pactado queda fuera de esta nueva negociación, que obliga a reiniciar."

4.2.1. ¿Cómo se puede hacer?

Un ajuste se puede realizar:

- 1) **A través de un *ratchet***: que es un porcentaje que ajusta el % de propiedad de acciones del inversor financiero a través de cierto cumplimiento (o no) de hitos marcados en el acuerdo y que miden la consecución de los resultados 'prometidos' por parte de los emprendedores.
- 2) **A través de una toma de participación por fases**, con las valoraciones de los siguientes tramos pactadas, indexadas también a hitos.
- 3) **Con la intervención de un préstamo participativo** en la estructura de la operación y sus condiciones de conversión en capital.

4) **Con dos (o más) tipos de acciones**, que reflejen diferentes derechos inherentes (por ejemplo, preferentes para preservar los dividendos –en caso de existir– para cierto grupos de inversores).

5) **A través de otros ajustes**, cualesquiera que acepten las partes, en el precio inicial, con voluntad de crear simetría en riesgos / concesiones a las partes.

4.3. Los elementos más habituales del acuerdo

Los elementos del acuerdo entre las partes son:

- 1) el *output* de la negociación,
- 2) las cláusulas que quieren proteger a las partes (fundadores e inversor), a través de proteger la inversión (compañía) y
- 3) las relaciones de las partes en dicho marco.

Las cartas de intenciones no son vinculantes.

Elementos **previos**:

- **IP**: Es importante que la propiedad intelectual de la empresa esté bien protegida, ello incluye un proceso para que empleados o terceros con los que la empresa trabaja firmen contratos que reflejen que dicha IP es propiedad de la empresa.
- **No competencia**: Esta cláusula quiere disuadir no solo de que el emprendedor pueda eventualmente iniciar otra actividad paralela en el mismo sector de actividad, sino que ampara al inversor disuadiendo la posibilidad de que salga uno de los fundadores y contrate a otros, incluso en otro sector. La restricción dura hasta ciertos límites de detención de capital y hasta cierto tiempo después de la salida del emprendedor en cuestión.
- **Confidencialidad**: Se debe guardar para la información manejada y las partes intervinientes en el negocio.

Elementos de **diseño**:

- **Estructura de financiación**: Valoración y porcentaje de acciones que tomarán. Tipo de acciones (ordinarias o preferentes). Alternativamente a las acciones: préstamo participativo (con garantía de las acciones).
- **Option pool**: Acciones para los empleados, que van a permitir contratar los perfiles que sean necesarios. En este apartado suele incluirse valoración

pre-money, post-money (ver ejemplo del apartado “El dinero crea valor, pero habrá que ponerse de acuerdo sobre cuánto” del primer módulo) y estructura de socios después de la ronda presente, incluidos los del *option pool*.

- **Serie de acciones de los fundadores:** El inversor se reserva en ocasiones el derecho de tomar cierto % significativo de estas acciones (en caso de emisiones con distintos derechos), en caso de que se den circunstancias de negligencia grave del fundador.

Elementos de *closing* y contrato:

- **Condiciones antes del *closing*:** El inversor antes de firmar y de transferir los fondos querrá realizar un análisis de *due diligence*, que será más exhaustivo cuanto mayor sea la empresa (más periodos previos con probabilidad de haber incurrido en contingencias) y según la estructura de inversores institucionales que tenga la gestora de capital riesgo; en los *business angels* este paso no suele ser tan profesionalizado (realizado por equipos consultores externos).
- **Seplac** (o equivalente en distintos países): Los fundadores se someterán a un protocolo que han acordado los gobiernos en la mayoría de países de la OCDE para prevenir el blanqueo de capitales.
- **Fecha de cierre estimada:** Normalmente los inversores informan de un horizonte temporal previsto para poder realizar su análisis, después del cual se podría firmar su incorporación.
- **Gastos:** El proceso de debida diligencia genera gastos que soportará la compañía si se cierra el *deal* y las partes por separado, en cada contrato de terceros (abogados, etc.) que haya incurrido, en caso de no cerrarse.
- **Exclusividad:** Normalmente se exige para tener el confort de realizar la DD sin la amenaza de un inversor competido que pueda interferir en el análisis y proceso de *closing* por parte del que lo está afrontando.

Elementos del **día después** y **cohabitación**:

- **Representaciones y garantías (*reps & warrants*):** Las garantías que el inversor tomará son colchones de protección de riesgos futuros debido a contingencias pasadas. Pueden leerse como un seguro de que el inversor está poniendo el dinero en lo que el emprendedor dice que es (la operación antes de la inversión es como un melón sin abrir). Hay dos gradaciones de cláusulas: en caso de que los emprendedores hayan actuado de mala fe (y entonces se les reclama a título particular) o en caso de negligencia o error en las previsiones, en que se actúa contra la compañía.

- **Liquidación preferente:** Tal como hemos ido apuntando, la liquidez es prioritaria para un socio financiero, por tanto, para él es importante que si la empresa se vende él pueda beneficiarse, rescatar su inversión. Los importes de la venta serán distintos según el éxito de la empresa, ellos podrán determinar en esta cláusula cuál es el suelo de su retorno; 1x significa que en la venta pedirán el mayor de estos dos importes: lo que les corresponda por el porcentaje que detentan en el capital o recuperar su inversión, o lo que se obtenga hasta estos límites en caso de *distress*.
- **Toma de decisiones:** El inversor tendrá, según su idiosincrasia, distintas formas de participar en la compañía; los emprendedores deben saber si acompañará o tiene pretensión de gestionar en el día a día. (Véase el punto “Cláusulas de protección de minorías” en el apartado “¿Cuáles son los puntos calientes?” del presente módulo.)
- **Derecho de preferencia:** Contemplado en los códigos de leyes mercantiles, se incluye en este tipo de intenciones para reforzar lo que la ley ya dice: el actual propietario tiene derecho de adquisición preferente ante nuevas emisiones de acciones sobre terceros, para evitar su dilución. En rondas futuras solo se podrá dar entrada a nuevos inversores si se declina el ejercicio de este derecho.
- **Right of first refusal and co-sale / Tag along:** Cláusula para establecer que en la circunstancia de que algún accionista quiera vender sus acciones a un tercero, el resto de inversores va a tener la opción de comprar las acciones al precio pactado con el tercero y la opción de sumarse a la venta a dicho tercero (en prorrata), al precio ofrecido.
- **Drag along:** Si los accionistas que representen el porcentaje de acciones a partir del que se puede decidir / aprobar una venta de títulos quieren vender sus acciones (o aceptar una oferta de adquisición), el resto de accionistas deberá vender en la misma operación, obligados, si el comprador quiere el 100% de la compañía.
- **Gobernanza:** Los inversores exigirán los asientos en el consejo de administración acordes con el % de participación en el capital o, por lo menos, un puesto en el consejo, para observar la evolución de la compañía invertida.

- **Derecho de información:** El hecho de gestionar dinero de terceros y estar sometidos a los protocolos CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores, SEC en USA) obliga a un amplio *reporting* por parte del inversor hacia sus propios inversores (LP), con lo cual se debe negociar el sistema de información que se va a manejar durante la vida de la inversión.

Web recomendada

Encontraréis información sobre liquidación preferente en el enlace "Beware the trap-pings of liquidation preference" y sobre *right of first refusal and co-sale* en "What is a right of first refusal and co-sale agreement?".

4.4. Los errores clásicos

A continuación se exponen los errores clásicos:

- 1) **No cerrar la operación en caliente**, cuando faltan flecos solamente debe avanzarse para evitar posibles problemas que puedan surgir o incertidumbres que pueden hacerle dar marcha atrás (por ejemplo, alguna decisión del comité del GP).
- 2) **Alargar innecesariamente la negociación** con la revisión de cada punto, en lugar de centrarse en los importantes (¡aunque no hay que olvidarse ninguno!).
- 3) **Olvidar que durante todo el proceso sigo en periodo de prueba y negociando.**
- 4) **Hacer el contraste de los inversores.** Comportamiento en alguna de las participadas, reacción ante momentos de crisis.
- 5) **No entender y compartir la estructura de operación** propuesta por los inversores.
- 6) **No comprender la negociación.** Todo está abierto, el inversor hace su parte de trabajo, lo cual no quiere decir que en los puntos asimétricos no pueda haber cambios, sobre todo si están justificados por parte de los emprendedores, ... pero sin tocar los aspectos de *deal breaker*.
- 7) **Pensar que el inversor está valorando la empresa hoy.** Lo que está valorando es la empresa que se puede construir hasta el momento de salida, con lo que ya tiene hoy.
- 8) **Pensar que la valoración se traduce en un porcentaje de participación y un precio.** Son igualmente importantes las condiciones, que pueden ser contractuales y no contractuales.
- 9) **Valorar muy alto.** Hay que considerar que el inversor pondrá condiciones para limitar este riesgo. Si se defiende una valoración alta porque hay una proyección de ventas muy optimista, es muy posible que el inversor solicite una cláusula de protección en caso de incumplimiento.

10) **Perder de vista que sigo ‘en periodo de pruebas’.**

11) **No tener presente que el inversor recuerda lo que ha dicho en cada una de las reuniones.**

12) **Esconder temas.** Se rompe la confianza con los inversores cuando se ‘esconden’ temas, peor si son clave. Hay que tener la confianza de explicar también los problemas (no hace falta que sea el primer cuarto de hora del primer día): cuando se va madurando el círculo de relación se debe ir ampliando el participarle en **todo** lo que sea relevante.

13) **Pensar que es un proceso rápido.** Lo normal, de las operaciones cerradas, son unos seis meses. Pensar en menos es imprudente.

14) **Desconocer que el inversor marca el tiempo.**

¿Qué dicen los empresarios que han pasado por el proceso?

No se puede escoger una fecha de cierre y después no cumplir. Las fechas de cierre son críticas. Más cuando los volúmenes son altos: El ingreso por intereses de 5M € es de aproximadamente 10.000 por mes (que podrían ayudar a sufragar los honorarios legales), por lo que el coste de un retraso de cierre es sustancial. (En la práctica a veces la fecha de cierre es un blanco en movimiento, debemos controlarlo, incluyendo en el MOU una fecha futura que se estime aceptable por las partes.)

1) Uno de los mayores desafíos es la respuesta a la pregunta planteada por sus clientes potenciales (‘cuántos novios tienes’) que afrontan los empresarios: “¿Cuántos otros inversores están comprometiendo dinero en esta fecha de cierre?”.

2) Hay que proporcionar opciones de inversión. La flexibilidad es crucial cuando se trata de inversores no institucionales. ‘Tómalo o déjalo’ son términos que rara vez funcionan porque la motivación para cada inversor variará.

3) Anticipar las reuniones de seguimiento. Para mantener el proceso de cortejo con los inversores y seguir adelante, lo mejor es terminar cada reunión con un plan definido para la próxima reunión. Es también una buena idea buscar fórmulas para demostrar que el CEO tiene más personas interesadas.

4) Preguntar por las dudas. En la segunda reunión, puede ser útil para poner fin a la reunión preguntando directamente: “¿Cuáles son sus dudas restantes o inquietudes acerca de acometer esta inversión?” La respuesta a esta pregunta suele indicar si el fundador será capaz de hacer frente a esas preocupaciones o no.

5) Dejar de vender. Una vez que los inversores han tomado la decisión de invertir, dar un paso atrás y dejar que el proceso ocurra sin continuar ‘vendiéndolo’.

6) Cómo ‘pedir la cuenta’: Una forma consiste en pedir al inversor si planea hacer una transferencia bancaria o enviar un cheque personal para saber si necesita recibir los datos bancarios de transferencias electrónicas. No hay que hacer la pregunta fuera de tiempo pero también recordar que el acuerdo no está cerrado ‘hasta que el dinero está en el banco’.

5. La *due diligence* y el contrato

La *due diligence* es la investigación que se hace sobre una empresa (normalmente por parte de un especialista independiente), de su equipo directivo y de sus perspectivas de negocio, encargada por el inversor potencial antes de materializar su inversión (toma de participación total o parcial en el capital de la compañía –no cotizada en Bolsa– objeto de la investigación).

Permite obtener la información necesaria sobre la “diligencia” con que se han tomado las decisiones históricas, para poder ayudar al inversor en su toma de participación: si se ratifica en realizarla y, en caso afirmativo, importe, valoración y riesgos a cubrir.

La *due diligence* ayuda a separar las responsabilidades de los propietarios hasta la entrada del inversor (incurridas por el equipo de gestión hasta el momento) de las que se asumirán en la nueva etapa, con el inversor.

Del resultado de la DD dependerá la ratificación de la decisión de inversión, ya que algunos riesgos que este proceso detecta son *deal-breaker*.

5.1. Preparación de la compañía para la *due diligence*

La compañía se prepara para la DD desde que nace. La DD es un contraste respecto a si el emprendedor y el equipo fundador han sido diligentes en las áreas de la empresa, que no se limitan a la financiera. La DD incluye normalmente la verificación independiente de las previsiones / estados financieros incluidos en el *business plan* de la empresa.

5.1.1. El proceso de la DD en la práctica

1) Comprensión del objetivo

- Quién compra (sociedad de capital riesgo, sociedad *holding* de un grupo, un directivo, etc.).
- Por qué (posicionamiento estratégico, crecimiento, diversificación, etc.).
- Porcentaje de capital (total o parcial).
- Fórmula de financiación.
- Destinatario(s) del informe (empresa, banco, etc.).
- Fórmula para fijar el precio (activo neto, múltiplo del beneficio, información financiera futura esencial, etc.).

2) Determinación en el alcance del trabajo (varía en funciones de los objetivos, tamaño y tipo de empresa / actividad).

Está directamente ligado al grado de riesgo que el inversor está dispuesto a asumir. El alcance se delimita en el número de aspectos a considerar de un negocio y en la profundidad de la revisión. El riesgo para el inversor se incrementa con la disminución del alcance. Sin embargo, con una DD completa no se puede garantizar el éxito de la inversión: debe existir un equilibrio entre nivel de riesgo, tiempo, coste y recursos disponibles.

3) Fijar un calendario de trabajo

Las fechas de realización y el plazo límite de entrega son esenciales.

Frecuentemente, los acuerdos de intenciones incluyen un plazo máximo para formalizar la transacción y es durante este periodo cuando se ha llevado a cabo la DD, dejando tiempo adicional para la negociación y decisión final. Podríamos establecer que la práctica los fija entre 3 y 6 meses. En otras ocasiones, la condición para el cierre de la operación es haber superado el proceso de DD sin salvedades o riesgos significativos. Es aconsejable fijar un plazo máximo.

4) Para el informe a emitir se debe acordar: delimitación del tipo de informe, si debe contemplar un SWOT, áreas que requieren especial atención,...

Los expertos que realizan el estudio explican las bases del informe, describen las limitaciones al alcance y la fecha de compromiso para su emisión. Este proceso se habrá de seguir igualmente –aunque no se emita un informe escrito– por parte de un inversor que asumiera hacer directamente la DD. El alcance de la investigación le ayudará a determinar el grado de riesgo que está asumiendo en la inversión.

5) Aceptación de la propuesta de servicios (confirmación de las instrucciones) o carta de acuerdo / compromiso. Incluirá:

a) Equipo de trabajo y los honorarios (horas/tarifa). El equipo debe ser conocedor de la industria o servicio, experto en contabilidad/finanzas, leyes, disponer de experiencia e independencia (Si la empresa está auditada, es más fácil acceder a información más completa y fiable).

b) Responsabilidades asumidas (para informar a los destinatarios, no se asumen responsabilidades hacia terceros) y limitaciones impuestas al trabajo (acceso limitado, no considerar algún aspecto específico, etc.).

6) Confidencialidad

Carta para delimitar la información y documentación a la que se ha tenido acceso y alcance de la responsabilidad.

7) Algunas situaciones especiales

Algunas situaciones requieren que el vendedor investigue al potencial inversor, especialmente si es una compañía no cotizada:

- Cuando el pago total o parcial de la transacciones se realiza con acciones del comprador.
- Cuando el pago total o parcial se realiza de forma aplazada y sin garantías.

A veces la DD se sustituye por una serie de garantías que cubren los riesgos estimados. Aun así se recomienda un análisis de DD con un alcance de limitación que ratifique la solvencia del vendedor (sobre todo si no hay cuantificación de contingencias futuras o no están cubiertas por garantías efectivas o avales bancarios).

La preparación de la compañía para poder ‘digerir’ todo el proceso de DD debe realizarse a todos los niveles de la empresa: en el **nivel propietario** debe prepararse para la franqueza y transparencia además de ‘encajar’ cierto juicio en cómo ha venido haciendo las cosas hasta el momento, a **nivel de Consejo** (si lo hay antes de la entrada del inversor), para ponerse a disposición de la empresa en este camino, a **nivel directivo**, para proporcionar toda la información que requiere el evaluador, de una forma activa y armoniosa.

5.2. ¿Cómo se pasa una *due diligence*?

Nuria: “La DD es como un examen con las preguntas vistas, por ello no debería ‘suspenderse’, pero si, a pesar de saber lo que nos preguntarán, no lo llevamos preparado (porque hemos actuado sin diligencia en algún proceso empresarial), vamos a tener que: o aceptar un valor inferior de la compañía, o garantizar que esta circunstancia previa no va a afectar a la actuación futura.”

Para las empresas de reciente creación, a las que dedicamos esta asignatura, la lista de aspectos preventivos que podemos detallar desde la óptica del riesgo que evidencia el análisis de DD son los siguientes:

- Nuevos productos o servicios, frecuentemente innovadores, necesarios para el crecimiento, pero con nuevas necesidades de financiación.
- Accesibilidad a un mercado muy importante, crítico para la evolución de la compañía.
- Determinación del real potencial para un crecimiento rápido.

- Difícil contraste del *business plan* y del equipo de gestión (ya se ha mencionado que no hay experiencia contrastable suficiente en muchos casos).
- Debida a la naturaleza del sector o de la tecnología es todo un reto realizar las proyecciones financieras.
- Los meses (a veces años) necesarios para obtener los primeros ingresos o beneficios.
- Asegurar el éxito con una capitalización adecuada, sin que sea el problema de caja (no alcanzar la siguiente ronda) el que obligue a la liquidación.
- Generación de valor, cumpliendo las expectativas de generación futura de recursos.
- Diferencias con otros sectores relativas a la velocidad de crecimiento y la incertidumbre.
- Además de cualesquiera cambios normativos, que afectarían a todo el sector, pero que, en ocasiones (recordemos las energías renovables en España), arruinan la inversión.

La DD dará un resultado más cercano a las expectativas del inversor en los casos en que:

- 1) Se haya producido una auditoría en algún momento (a pesar de no tener la obligación mercantil).
- 2) Se hayan detallado las transacciones entre empresas vinculadas y sus precios de transferencia.
- 3) Haya una buena interrelación del DD medioambiental, fiscal, laboral, mercantil, etc., con el DD financiero (posibles pasivos ocultos).
- 4) Los intangibles: fondos de comercio, derechos de traspasos, valor de marcas, gastos I + D, estén bien contabilizados.
- 5) Y el inmovilizado material: valor inmuebles, revalorizaciones voluntarias, fondos de reversión, amortización, provisiones, también.
- 6) No existan materialidades en clientes de dudoso cobro, morosos.
- 7) Detalle de las cuentas con socios y / o administradores, sin 'cosas raras'.

5.2.1. Un ejemplo: la DD financiera

1) Se parte de la información financiera –trimestral y anual– de los últimos tres ejercicios o desde que esté disponible.

a) Balances de situación, cuentas de pérdidas y ganancias, estados de *cash-flow* y notas a los estados financieros.

b) Contraste de presupuestos con resultados reales.

c) Revisión de informes financieros de la dirección.

d) Desglose de ventas y márgenes brutos por: productos / mercado geográfico / canal de distribución.

e) Antigüedad de las cuentas a cobrar.

f) Rotaciones del stock.

g) Criterios de amortización y depreciaciones.

h) Análisis de los tipos de deuda.

2) Proyecciones financieras (PF)

a) PF trimestrales de los próximos tres ejercicios (balances de situación, cuentas de p y g, *cash-flows*):

- Desglose de ingresos por producto, clientes y canales de distribución, mercado geográfico, etc.
- Desglose de los costes / gastos más significativos (de servicios, marketing, administración, nivel salarial, plantilla, financieros, planes de pensiones).

b) Hipótesis y premisas económicas establecidas en las proyecciones (diferentes escenarios basados en fluctuaciones de precios, barrera de entrada, inversiones previstas, etc.).

c) Evaluación de los riesgos de negocio y estrategias de la dirección para el desarrollo futuro del negocio.

d) Detalle de las necesidades de capital de trabajo (nivel de endeudamiento actual y potencial).

e) Riesgos de diferencias de cambio.

- f) Dependencia de los principales proveedores, clientes o productos.
- g) Dependencia de actividades I + D o gastos de marketing y publicidad.
- h) Nivel de inversiones en bienes de capital.
- i) Dependencias de los sistemas informáticos clave.
- j) Importancia de las transacciones con empresas vinculadas (proceso de transferencia).
- k) Grado de estabilidad y recurrencia de los ingresos.
- l) Política fiscal y medio ambiental.

3) Estructura de capital

- a) Estructura del grupo, accionistas y filiales extranjeras.
- b) Opciones: garantías, derechos, compromisos.

4) Otra información financiera

- a) Pérdidas compensables (bases imponibles negativas compensables con beneficios futuros).
- b) Políticas contables (reconocimiento de ingresos, uniformidad, adaptación a normas del país origen del inversor, etc.).
- c) Evolución de los fondos propios.
- d) Evaluación de la posibilidad de un impacto significativo por nueva tecnología en las operaciones del negocio.
- e) Detalle de los acuerdos de mantenimiento del producto o garantías.

5.2.2. Output del proceso

De la *due* obtenemos la constatación del nivel de cumplimiento de las premisas establecidas (los parámetros usados para la determinación del precio), una evaluación de la importancia relativa de los riesgos / contingencias / incertidumbres detectados, la determinación del *escrow* (depósito /garantía), el asesoramiento al inversor en la toma de decisiones y el cierre de acuerdos o ruptura de negociaciones / pre-acuerdos.

Asimismo, el inversor potencial debe evaluar:

- Cuándo realizar las operaciones.
- Cuál es el precio final a pagar y cómo se estructuran los pagos.
- Cómo se realiza la adquisición (estructura jurídica, etc.), a menudo afectada por la estructura de inversión y criterios fiscales del inversor.
- Cómo afrontar los aspectos detectados como problemáticos (operativos, contables, fiscales, etc.).

Nuria: “En este proceso, saldrá toda la ropa sucia. Si ocultas información, después irá en tu contra cuando en las declaraciones y garantías se ponga por escrito que no hay más contingencias y que, de haberlas, irán a cargo de los emprendedores.

Las contingencias se deben corregir, pueden afectar a la valoración, las condiciones o hacer fracasar toda la negociación (sobre todo si se ve mala intención).”

Además de la DD financiera que hemos incluido, hay una *checklist* de aspectos en los epígrafes: mercantil, comercial, contractual, fiscal, de recursos humanos y hasta medioambiental.

El objetivo es siempre evidenciar posibles pasivos ocultos, el resultado de la *due* se vincula al contrato de socios.

5.3. ¿Cómo se renegocia tras la *due diligence*?

Tras la información que se obtiene de una *due*, que es más profunda en tanto en cuanto más recursos se le hayan dedicado, el inversor podrá tener una idea bastante aproximada de los riesgos posibles.

Normalmente, hay tres grandes grupos de contingencias:

- Las que rompen el *deal* (riesgos que el inversor no está dispuesto a correr),
- las que revierten en un decremento de valor (por ejemplo, política de amortización de activos errónea) y
- los que representan un riesgo a futuro (por ejemplo, el riesgo de tener que liquidar a Hacienda la complementaria por el hecho de haber aplicado mal la política de amortizaciones).

Para las que representan una óptica distinta en el valor, aparte de lo ya comentado en el apartado de ‘Ajuste’, podemos utilizar herramientas que ayudan a acercar las posiciones, tipo el *ernout*.

Lectura recomendada

Recomendamos la lectura de “Acquisition Due Diligence Checklist / Acquisition Analysis”, publicado en AccountingTools.

Digamos que el emprendedor tiene una expectativa de valoración de € 1,5 millones, pero el inversor piensa que un valor de € 1,2 millones es más apropiado. El gap de € 0,3 millones podría ser salvado por un *earnout*. Se podría ajustar la valoración *a posteriori*, corrigiendo el reconocimiento del valor por ejemplo en 0,1m/año durante 3 años, a medida que se logran los objetivos determinados de ebitda o de los indicadores que sirvan de referencia para indexar dicho logro.

Lectura recomendada

Recomendamos la lectura de "How to Structure an Earnout" publicado en Inc.

Un *earnout* se puede negociar, ya que es simplemente otro término contractual de la operación. Dicho esto, una *earnout* no debe suponer un alto porcentaje del precio total de la compra, ya que indicaría que las posiciones están muy alejadas y por lo general no se extiende más allá de tres años.

6. El día después

La firma del contrato de ampliación de capital y del pacto de socios no es un final, es un inicio, el de la relación contractual y de cohabitación entre partes.

De lo que se trata a partir de este momento es de hacer desaparecer el 'nosotros' y 'vosotros' en los negocios, asesoramiento y decisiones que se tomen. Cuanto más se diluya esta frontera, más valor se creará por las partes, actuando de forma sinérgica.

Afortunadamente, los inversores en estas etapas (BA) fueron empresarios en su día, disfrutaban con el mundo de la empresa y están orgullosos si su portafolio de inversiones prospera. Son conscientes de la paciencia que hay que tener hasta alcanzar el éxito y obtener rentabilidad de su inversión. Uno de los activos de los BA es que poseen una enorme cantidad de paciencia, que es una característica de su éxito como inversores.

6.1. La relación con los socios financieros

La relación entre los socios debe ser transparente, presentar los problemas en cuanto nazcan, no dejarlos empeorar y buscar soluciones conjuntas.

Es extremadamente importante que inversores y empresarios estén de acuerdo con los objetivos y demás perspectivas de negocio antes de que se firme un acuerdo. Sin embargo, la relación entre las partes no termina cuando se cierra el trato, tras el cierre de la operación, es vital que haya una relación positiva, abierta y honesta durante todo el ciclo de desarrollo de la compañía.

6.1.1. ¿Qué esperan los inversores?

Cuanto más cerca del cumplimiento de las expectativas del inversor por parte del equipo de la *start-up*, mejores serán las opciones de cohabitación después del *closing*.

El inversor espera:

1) Un proceso de información sistemática

El sistema de *reporting* se refiere al paquete de información que mantiene a los inversores informados sobre la evolución de la empresa en el momento oportuno. Se espera que se produzca mensual o trimestralmente, sin embargo, con los inversores de peso hay que tener contacto frecuente sobre diversos aspectos más allá del *reporting*.

El objetivo en el plano técnico es que se dé una respuesta proactiva a los posibles problemas detectados tempranamente a través del análisis financiero, en el de relación, este puede ser un punto crítico para la toma de decisiones de inversión en futuras rondas.

2) Alternativas para los casos de mala evolución

Los inversores de alto riesgo conocen situaciones duras cuando las previsiones no se alcanzan. En estos momentos críticos, los inversores suelen tener que tomar algunas decisiones drásticas para que no 'se caiga' la empresa, pero sus tickets (a menudo) minoritarios hacen que una cohabitación correcta sea imprescindible ya sin el acuerdo de los fundadores para la toma de ciertas decisiones no se podrá actuar.

Decisión drástica

Por ejemplo, una decisión drástica sería un cambio en el equipo directivo en caso de que el inversor crea que no está realizando su trabajo / cumpliendo objetivos.

3) Tener claro el panorama de cara a futuras rondas

Cuando una empresa está yendo mal o está al borde de la quiebra, los inversores pueden decidir aportar financiación adicional (una ronda o media ronda para aguantar el tramo de valor en que se encuentra la compañía).

Cuando los inversores no quieren reinvertir, pueden ayudar a recaudar capital adicional de nuevos inversores.

4) Contribuir a asegurar la calidad en la duración de la vida de la inversión

Si un BA desempeñó un papel pasivo en la empresa inicialmente, puede decidir tomar un papel más activo en las operaciones del día a día para asegurar la garantía de calidad.

5) Tomar decisiones estratégicas

Un inversor también puede vender la empresa (recordemos los arrastres) en caso de tener comprador o fusionarla con un negocio más grande. De la misma forma, puede decidir agotar todo el efectivo de la empresa y luego cerrar las puertas de la empresa para siempre, vendiendo los activos de la empresa.

6.1.2. Y ¿por qué es tan importante el acuerdo de socios?

La razón principal para la firma de un contrato de socios (SHA, Shareholders' Agreement⁶, para los amigos) es el paso del tiempo, la contribución de una persona a la empresa y la percepción que se tiene del trato inicial se desdibujan con el tiempo.

⁶http://en.wikipedia.org/wiki/Shareholders'_agreement

Es más, en caso de éxito, la condición humana nos lleva siempre a pensar que el éxito ha sido causado más por las propias decisiones y esfuerzos que por el apoyo (financiero y estratégico) del inversor (recordemos que la *start-up* idealmente entra *smart money*).

Si el acuerdo hubiera sido verbal, se habría modificado con las interpretaciones subjetivas posteriores,... aun redactado este sesgo se presenta a menudo.

La relación con nuestros inversores será distinta según sus niveles de implicación: algunos son más activos que otros en sus sociedades de cartera, o, si la evolución de la empresa va a mejor, un rol pasivo puede convertirse en activo si el interés del inversor cambia. Podríamos hablar de:

- 1) BA completamente pasivos con muy poco contacto con los fundadores de la empresa.
- 2) BA que detentan un puesto en el consejo y asesora o mentoriza a los empresarios cuando necesitan consejo.
- 3) BA que además de participar en el consejo es el asesor o tutor formal con 'deberes' y agenda establecidos.
- 4) BA que además asumen un papel ejecutivo a tiempo completo.
- 5) BA que además detentan la dirección general.
- 6) BA que son accionistas mayoritarios y tienen control sobre todo el comité de dirección.

Las expectativas entre los BA y los empresarios deben estar claramente articuladas antes del cierre de la operación, con la documentación legal para verificar cualquier acuerdo realizado. Para mantener una relación positiva con los BA, es deber del empresario proporcionar a sus inversores la información financiera trimestral, así como los avances y/o problemas de la empresa a tiempo. Por otra parte, es responsabilidad de los ángeles a buscar activamente alternativas si una empresa está al borde del fracaso. Conscientes de todos estos problemas y con la participación activa de ambas, podremos establecer relaciones sólidas y honestas en todo el curso de la empresa.

6.2. Los errores clásicos

Toni: "El mayor error del día después es no haberlo visto el día antes."

6.2.1. Problemas matrimoniales: 5 posibles causas

En su libro *Sex Begins in the Kitchen*, el Dr. Kevin Leman escribe sobre cinco razones por las cuales el matrimonio puede meterse en problemas:

“1) **Pérdida de una actitud y comportamiento complaciente:** Un comentario que se escucha con mucha frecuencia, especialmente a las esposas, es que sus esposos no las escuchan.

2) **Comunicación negativa:** Un segundo factor a tomar en cuenta es nuestra forma de comunicarnos. Si nuestros métodos de comunicación son negativos, esto puede dar pie a problemas importantes en el matrimonio. Algunos ejemplos de comportamientos de comunicación negativa son:

a) **Comunicación de un problema** en párrafos largos, vagos o muy emocionales (las mujeres son fabulosas para esto).

b) **Quejas cruzadas:** En lugar de escuchar a la pareja cuando trata de comunicarnos una queja, inmediatamente aportamos nuestras propias quejas y convertimos lo que pudiera ser una comunicación constructiva y de crecimiento para la relación, en un *match* de quejas a ver cuál se queja más.

c) **Críticas:** Criticar constantemente a la pareja, que no es para nada constructivo, aún cuando se piense que son críticas constructivas.

d) **Exageraciones:** Aquellas frases que utilizan las palabras ‘Tú siempre’, ‘Tú nunca’.

e) **Lectura Mental Negativa:** Cuando asumimos que somos capaces de leer la mente del otro y le acusamos de motivos subyacentes equivocados.

f) **Monopolizar la conversación:** A veces lo que debería ser una conversación se convierte en un monólogo (de nuevo, las esposas son famosas por esto).

g) **Culpabilizar:** Mantenernos en una actitud de buscar la culpa en el otro no siendo conscientes que cada moneda tiene dos caras y que difícilmente la ‘culpa’ de cualquier situación sea de uno solo.

h) **Orientarse hacia el problema:** Es decir, mantenernos enfocados en el problema en lugar de dar paso a buscarle una solución positiva.

i) **Irnos ‘por las ramas’** utilizando comentarios irrelevantes en lugar de mantenernos enfocados en el punto de nuestra conversación hasta que alcancemos un acuerdo.

3) **Tiempo Juntos:** El roce hace el cariño, del conocimiento mutuo se puede mejorar la cohabitación.

4) **Baja Autoestima:** Amén de lo superutilizado del término y del hecho de que con tanto material sobre autoestima: las personas emocionalmente saludables tienen un concepto saludable de sí mismos y la relación es sana.

5) **Falta de valores elementales.”**

Kevin. *Sex Begins in the Kitchen*

Nos hemos permitido esta pequeña licencia para ver que los problemas en la cohabitación de dos partes a menudo radican en la comunicación.

Antes de la firma de la inversión hay que escuchar a los intestinos: ¿Incorporamos el que pagará las facturas (amante) o queremos una relación de estima y colaboración (pareja)?

Si aún estamos a tiempo de retirarnos, al escuchar el run run del **no**, aconsejamos hacerlo: se puede ‘dejar estar’ en cualquier momento. Una vez firmado, debemos anticipar y gestionar los posibles conflictos. La tercera posibilidad es la de las relaciones que se tuercen, hay que volver a intentar ‘que se gusten’.

El inversor es un compañero de viaje, la información que se le entrega debe ser correcta y oportuna, hay que participarle de los temas de la empresa y tener en cuenta su motivación. Será el padrino de las futuras rondas de financiación en una u otra medida y, ¿a quién no le gusta funcionar en un entorno con armonía? ... eso exige olvidarnos de algunas tentaciones (‘yo la verdad no se la cuento’) en momentos difíciles.

7. Anexos

7.1. Anexo 1. Carta de confidencialidad

Modelo de inversor que recibe una propuesta de inversión de B, a través de un intermediario, A.

(EL INVERSOR), en adelante “el **inversor**”) recibirá de..... [A] cierta información de carácter confidencial sobre[B], únicamente con el propósito de estudiar y evaluar una posible transacción en relación con [B] por parte de los vehículos de inversión gestionados y/o asesorados por El inversor (en adelante la “**transacción**”).

La recepción de la información llevará implícita la obligación de cumplir con los siguientes términos:

1. La información será guardada confidencialmente por el **inversor**, sus directores, asesores y empleados. En ningún caso podrá ser utilizada total o parcialmente para otra finalidad que la anteriormente citada.
2. La información será revelada única y exclusivamente a los directores, asesores, empleados y órganos de decisión del **inversor** y de los vehículos de inversión gestionados y/o asesorados por El inversor que necesiten conocerla, con el propósito previsto en este acuerdo, y todos ellos estarán debidamente informados de su naturaleza confidencial.
3. Excepto por requerimiento legal, el **inversor**, sus directores, asesores y empleados se abstendrán de revelar a terceras personas el contenido de la información confidencial, así como la existencia de las negociaciones que estén efectuándose o puedan tener lugar en lo sucesivo, concernientes a esta posible transacción.
4. El **inversor**, sus directores, asesores y empleados se abstendrán de efectuar contacto alguno en relación con la transacción, directa o indirectamente, con directivos, empleados, proveedores y/o clientes de.....[B], sin el consentimiento expreso de[A].
5. Toda la información suministrada por ustedes les será devuelta a su requerimiento. Los análisis, resúmenes y estimaciones elaborados por el **inversor** serán guardados y clasificados como confidenciales y seguirán sujetos a los

términos de este acuerdo o destruidos a su requerimiento. Cualquier información verbal relacionada con la transacción mantendrá asimismo su carácter confidencial y reservado.

6. Queda excluida de los términos de este acuerdo, aquella información que esté públicamente disponible o haya sido divulgada por otras fuentes ajenas a ustedes.

7. Las obligaciones contenidas en el presente acuerdo expirarán una vez transcurridos ... (...) años desde la fecha de su firma.

Aceptamos el contenido de este acuerdo.

(Ciudad), a de de

Fdo.:

(EL INVERSOR), S. A.

7.2. Anexo 2. Checklist de la inversión

1. INTRODUCCIÓN

- 1.1. ¿Cuál es la naturaleza de la operación?
- 1.2. Invertir ¿cuánto, para comprar qué, en qué tipo de negocio?
- 1.3. ¿Qué problema resuelve? ¿Cómo se origina la operación?
- 1.4. ¿Cómo encaja en la cartera de inversiones?
- 1.5. ¿En qué estadio de vida se encuentra la empresa? ¿Geografía? ¿Sector de mercado?

2. NEGOCIO

- 2.1. Empresa, su génesis y etapa de desarrollo
- 2.2. El negocio en que está
- 2.3. ¿Qué función realiza?
- 2.4. Segmentos mercados / mercados a los que sirve

2.5. Productos / o servicios, pasados, presentes y potenciales

2.6. Ventana de oportunidad

3. EQUIPO DE GESTIÓN

3.1. Currículum vitae de los gestores clave

3.2. Tiempo previo compartido

3.3. Estructura de propiedad

3.4. Compromisos (de haberlos)

4. DIRECTORES

4.1. Currículum vitae.

4.2. ¿Equilibrio ejecutivos / no ejecutivos?

4.3. ¿Rol de los no ejecutivos, potencial valor añadido?

4.4. Compensaciones en especies (remuneraciones con acciones o similares)

5. PRODUCTOS / SERVICIOS

5.1. ¿Qué es y qué función realiza? ¿Qué quiere reemplazar y por qué?

5.2. Proceso de producción. ¿Cómo se desarrolla el producto y por quién?

5.3. Dependencias - subcontratistas, proveedores, habilidades especiales

5.4. Necesidades de control de calidad, dificultades

5.5. Análisis de costes de los elementos clave fijos y variables

6. MERCADOS

6.1. El tamaño total del mercado y tasa de crecimiento. ¿Pasado, presente y esperado?

6.2. Principales clientes. Desglose por principales regiones del país

6.3. Verificación de los datos

6.4. Productos específicos de la Compañía

6.5. Cuota de mercado el pasado, presente y prevista y supuestos subyacentes

6.6. Condiciones de precio, expectativas, elasticidad

6.7. Expectativas de calidad frente a especificaciones

6.8. Distribución

7. VENTAJAS COMPETITIVAS

7.1. Proveedores alternativos ¿Qué tan poderosos son?

7.2. ¿Tamaño, tasa de crecimiento, cuota de mercado, gestión y el desempeño financiero?

7.3. Patentes, licencias, secretos comerciales, *know-how*, las barreras a la entrada, derechos de autor, marcas, diseño, registros: ¿cómo de exclusivo es esto?

8. OBJETIVOS, LA ESTRATEGIA Y LA TÁCTICA

8.1. ¿Cuál es el propósito de la Sociedad y en qué plazo de tiempo lo quiere conseguir?

8.2. ¿Cuáles son los supuestos subyacentes a los elementos estratégicos?

8.3. ¿Cuáles son las tácticas específicas necesarias para cumplir con la estrategia de desarrollo de productos, marketing, producción y los ítems financieros asociados?

8.4. Indicadores de logro de los objetivos

9. RIESGOS Y CONTINGENCIAS

9.1. ¿Cuáles son los riesgos principales que afronta la Compañía?

9.2. ¿Cuáles son los "planes de contingencia" para contrarrestar este tipo de riesgos?

9.3. ¿Cómo y en qué medida debe mejorarse el valor para los accionistas?

9.4. ¿Existen implicaciones de riesgo de cambio?

9. RESULTADOS FINANCIEROS

10.1. ¿Qué caracteriza a este negocio? Los estados financieros deben adjuntarse

10.2. ¿Cómo se compara con otros negocios similares en términos de márgenes, tasas de rotación de capital, valor añadido por empleado, rendimiento de los fondos propios, etc.?

10.3. Hipótesis existentes en las proyecciones financieras

10.4. Análisis de sensibilidad

11. INVERSIÓN

11.1. Estructura accionarial y el apalancamiento previsto de la empresa

11.2. Cuadro de accionistas antes y después de la transacción

11.3. Precio pagado

11.4. Valoración de Sociedad acordado

11.5. Perspectivas de salida. ¿Hay una ruta de salida esperada?

11.6. Valor estimado de salida y argumentos

11.7. Valor potencial añadido de los no-ejecutivos

11.8. Compensaciones: de propiedad del capital social, opciones, etc

12. NORMAS ÉTICAS

12.1. ¿Disponemos de los requisitos relativos a las cuestiones ambientales?

12.2. Los requisitos relativos a las industrias prohibidas por nuestros estatutos, ¿han sido seguidos?

7.3. Anexo 3. Tabla posible para control de contingencias en un deal

SOCIEDAD	TIPO CONTINGENCIA	CONTINGENCIA	IMPORTE ajuste	desglose año		desglose ejercicio presente	OPERACIÓN	AJUSTES PRECIO	AJUSTE EBITDA	EARNOUT	ACTOS PREVIOS	GTÍAS	
				1	2								
El Piscalabis digital	fiscal	iva centros											
		iva vehículos											
		irpf comisionistas											
	laboral	contratación temporal											
		infracol. retrib. en especie prevención riesgos laborales											
	legal	litigios											
		contratos agencia											
	financiero	existencias sin rotación											
		existencias con rotación baja (1)											
		existencias en depósito											
		repuestos											
		ventas con margen negativo											
	ajustes	defecto prov. insolvencias											
		devol. vias											
		comisiones bancarias dts s/vtas p.p.											
normalización	ingr. por arrendamientos												
	alquiler oficinas discontinuidad margen línea 1 pérdida línea de producto												
total El Piscalabis digital													
El Piscalabis analógico	fiscal	is provisión aranceles											
		iva corte operaciones											
		irpf comisionistas											
	laboral	comerciales autónomos											
		persona de admón. autónoma infracolizac. retrib. var.											
	legal	contingencias diversas											
		contratos agencia											
	financiero (*)	ajuste criterio depreciación											
		ventas margen negativo											
	ajustes	comisiones bancarias											
		ingresos por alquileres											
		dts s/vtas p.p. provisión por devoluciones											
	normalización	línea 2											
		responsable externo evolución tipo cambio											
	total El Piscalabis analógico												
El calamar	legal	iva corte operaciones											
		comerciales autónomos											
		prevención riesgos laborales											
	financiero (*)	contingencias diversas											
		contratos agencia incluido en análisis de El Piscalabis analógico											
total El calamar													

(1) rotación baja: diferente intensidad en distintas referencias. En algunas referencias la venta del periodo es inferior al 30% de las unidades en stock; en otras la rotación se sitúa entre el 30 y el 60% de las unidades en stock.

